

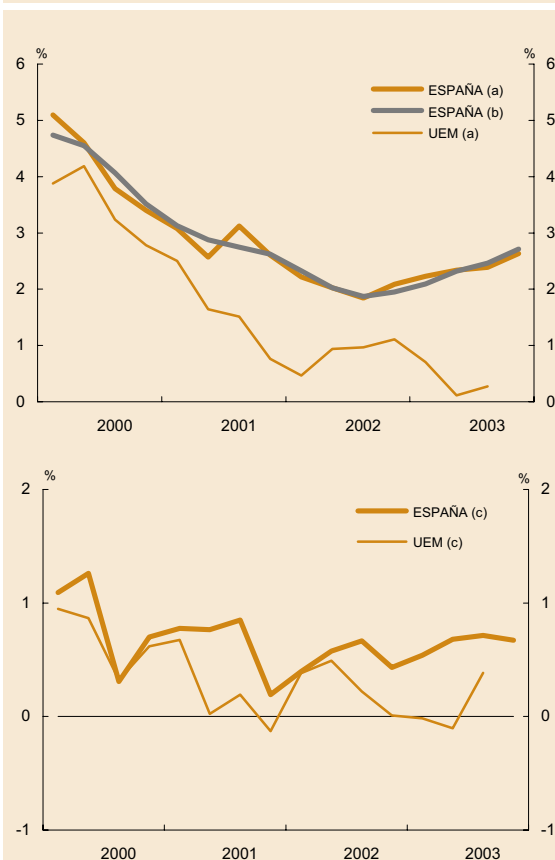
# Informe trimestral de la economía española

## 1. Rasgos básicos

La ausencia de tensiones inflacionistas y las expectativas favorables sobre la evolución de los precios han permitido que se prolongasen durante el pasado año las políticas macroeconómicas de corte expansivo que, con distinta intensidad, han venido aplicándose en las principales economías. La forma en que estas han reaccionado ante los impulsos recibidos ha sido muy desigual, en función de las diferentes posiciones de partida y de los distintos grados de flexibilidad con los que funcionan los mercados. Así, Estados Unidos se encontraba, al finalizar 2003, en plena recuperación, mientras que los países de la zona del euro parece que han superado más recientemente la fase de estancamiento en la que estuvieron inmersos en la primera mitad del año pasado, con lo que las perspectivas para 2004 son más favorables. Otros países del este de Asia, del centro de Europa y de América Latina han contribuido también a la recuperación de la economía mundial. Las condiciones en los mercados financieros han seguido siendo favorables para un mayor dinamismo económico: los tipos de interés a largo plazo, aunque con algunas fluctuaciones, se han mantenido bajos, las bolsas de valores han experimentado una importante recuperación y la variabilidad de las cotizaciones y las primas de riesgo crediticio han tendido a reducirse. La gradual depreciación del dólar estadounidense, especialmente frente al euro, que se ha intensificado a partir del pasado mes de diciembre, no ha evitado el predominio de unas condiciones financieras globalmente favorables, aunque puede acabar afectando a los flujos comerciales y financieros entre las distintas áreas y a las contribuciones de la demanda exterior al crecimiento de cada zona.

En este contexto internacional, poco expansivo aún en el promedio del año pero en franca recuperación, se estima que la economía española registró una tasa de crecimiento de su Producto Interior Bruto (PIB) real del 2,4% en 2003, superior en cuatro décimas porcentuales a la del año precedente. El aumento del producto estuvo basado en la demanda nacional, que con una tasa del orden del 3,2% superó en más de medio punto porcentual a la de 2002, habiéndose ampliado, sin embargo, la contribución negativa de la demanda exterior neta en unas tres décimas porcentuales, hasta restar, el pasado año, nueve décimas, aproximadamente, al crecimiento del producto real. La expansión del consumo —privado y público— y la de la inversión en construcción han sido los dos pilares en los que siguió asentándose el dinamismo de la economía en el pasado año, aunque la nota más destacada ha sido, sin duda, el comienzo de la recuperación de la inversión en equipo, así como la notable fortaleza de los flujos comerciales con el exterior, de forma que las ex-

GRÁFICO 1

**Producto interior bruto**


Fuentes: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

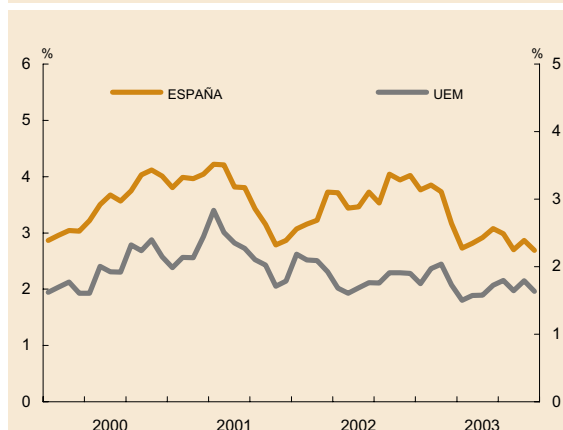
(a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

(b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ciclo-tendencia.

(c) Tasas de variación trimestrales, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

portaciones han ganado cuota en nuestros mercados exteriores y las importaciones atienden a una mayor proporción del mercado interior. La creación de empleo ha sido elevada y los avances en la productividad limitados, manteniendo los costes laborales unitarios tasas de aumento por encima del 3%, a pesar de lo cual las empresas han aumentado sus excedentes, pero con una disparidad considerable entre las distintas ramas. La reducción de la tasa de inflación en el promedio del año, medida a través del IPC, ha sido de medio punto porcentual, algo menos si se mide a través del deflactor del PIB. El recorte alcanzó una mayor entidad si se toman como referencia los resultados del mes de diciembre, cuando la tasa de aumento interanual de los precios de consumo, del 2,6%, corregía de forma significativa el 4% con el que se cerró el año 2002, lo que ha atenuado el diferencial de inflación entre la economía españo-

GRÁFICO 2

**Índices armonizados de precios de consumo (a)**


Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.

(a) Tasas de variación interanual. Hasta diciembre de 2001, las tasas corresponden a las publicadas en esa fecha.

la y el conjunto de países de la UEM. Las cuentas públicas, en fin, se saldaron con un superávit de medio punto de PIB nominal, muy por encima de lo esperado.

Estos resultados los ha alcanzado la economía española manteniendo un ritmo de crecimiento sostenido a lo largo del año, sin que tampoco hayan cambiado de forma significativa los componentes internos, ya mencionados, en los que ha radicado su dinamismo. De hecho, la tasa de crecimiento interanual estimada para el PIB real en el cuarto trimestre ha sido del 2,6%, superior en dos décimas porcentuales a la del período precedente, pero la tasa intertrimestral calculada sobre la serie desestacionalizada, del orden del 0,7%, ha vuelto a repetir los valores avanzados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para los dos trimestres inmediatamente anteriores. El aumento interanual de la demanda nacional, si se excluyen los movimientos de la variación de existencias, ha sido prácticamente idéntico en los cuatro trimestres —ligera por encima del 3%— y ha sido la persistente contribución negativa de la demanda neta exterior la que ha marcado el ritmo de variación del producto. En el cuarto trimestre, esta detracción ha sido muy inferior a la de los trimestres precedentes, lo que explica la recuperación en la tasa interanual del PIB.

La mejora del entorno internacional durante 2003 no acabó de plasmarse en los mercados de exportación españoles, cuya tasa de crecimiento ha sido del orden del 2%, solo marginalmente superior a la del año precedente y por debajo del crecimiento del comercio mundial, ya que los comportamientos más dinámicos

estaban teniendo lugar en aquellas áreas en las que la presencia de los productos españoles es, relativamente, más reducida, como puede ser el caso de la economía norteamericana.

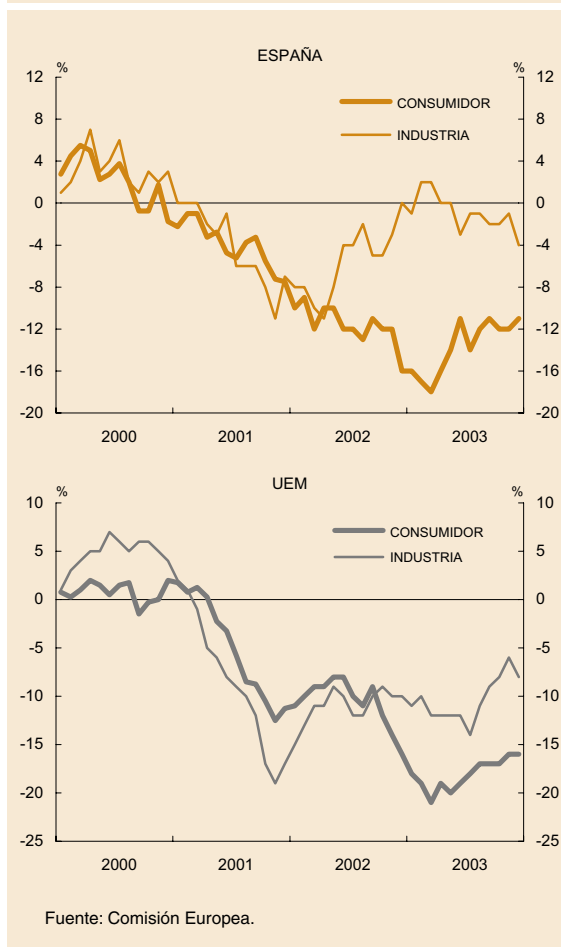
En Estados Unidos, los indicadores más recientes proporcionan señales dispares, ya que, si bien el empleo no ha crecido como se esperaba, han mejorado las expectativas de consumidores y empresas. En cualquier caso, el retraso en las expectativas de aumento de los tipos de interés y el efecto residual expansivo de las medidas fiscales acordadas el pasado año apoyan la fortaleza de esta economía en el año que empieza. En un horizonte más dilatado, subsisten las dudas sobre el posible impacto del desequilibrio fiscal en los tipos a largo plazo —que no se ha producido hasta ahora—, o sobre las presiones inflacionistas que pudieran derivarse de la evolución del tipo de cambio del dólar —más inciertas—, cuya debilidad, por otra parte, parece que ha empezado a tener algún efecto sobre la corrección del abultado déficit exterior.

A corto plazo, no se esperan cambios, tampoco, en las condiciones en las que se desenvuelven algunos países del este asiático o del centro de Europa, que están creciendo a ritmos elevados. Hay más dudas sobre la continuidad en la recuperación de la economía japonesa, que, hasta ahora, se ha basado, sobre todo, en el dinamismo de sus exportaciones. La recuperación de las principales economías latinoamericanas descansa en el comportamiento favorable de las condiciones financieras, que está permitiendo, en líneas generales, la reducción de los diferenciales soberanos, avances en la consolidación fiscal y mejora en los saldos por cuenta corriente.

En cuanto a la zona euro, los últimos indicadores disponibles han sido, en conjunto, favorables, con lo que se espera que la tasa de variación del PIB real en el cuarto trimestre confirme el inicio de la recuperación que tuvo lugar en el período inmediatamente anterior. Con ello, el crecimiento del conjunto del área se situaría, en el promedio del año, ligeramente por debajo del 0,5%. Dada la incertidumbre sobre la evolución futura del tipo de cambio y su impacto sobre la contribución de la demanda exterior al crecimiento, la consolidación de la recuperación exigirá un mayor dinamismo de la demanda interna. Las favorables condiciones monetarias y financieras, caracterizadas por un nivel relativamente bajo de los tipos de interés y un buen comportamiento bursátil, deberían impulsar la expansión de ese agregado. No obstante, persisten algunas dudas acerca de la evolución del gasto privado, como muestran los indicadores de confianza de empresas y consumidores, que,

GRÁFICO 3

## Indicadores de confianza

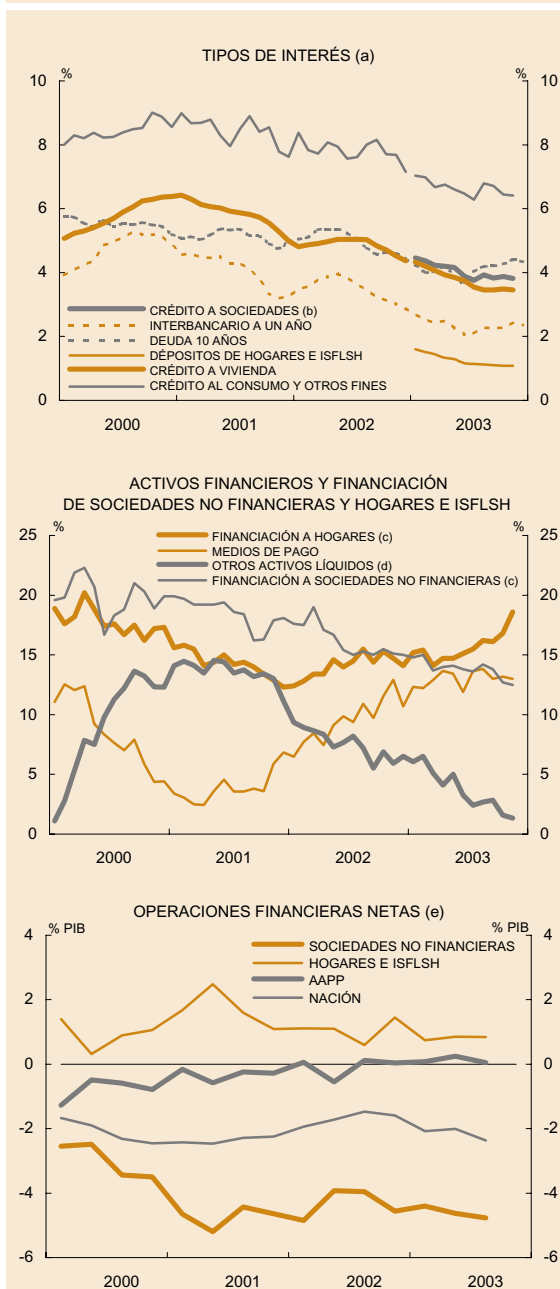


a pesar de haber mejorado en los últimos meses, se sitúan en unos niveles bastante reducidos, en comparación con su media histórica.

En el ámbito de la política presupuestaria, los países europeos han presentado recientemente la actualización de sus programas de estabilidad y de convergencia, que contienen los objetivos fiscales para los próximos años. En la información de estos programas se observa que gran parte del incremento del déficit público en 2003 fue debido a la reducción del crecimiento, mientras que, para los años siguientes, se prevé una mejora del saldo presupuestario mediante la instrumentación de una política fiscal ligeramente restrictiva. En líneas generales, los países que no han alcanzado el equilibrio de sus cuentas públicas aspiran a mejorar en el futuro sus saldos estructurales en, al menos, el 0,5% del PIB, que fue el compromiso alcanzado por el Eurogrupo. Por su parte, Francia y Alemania han planteado unos objetivos presupuestarios que están de acuerdo con las conclusiones del Consejo ECOFIN del pasado 25 de noviembre, donde, tras discutirse

GRÁFICO 4

# Indicadores financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.

(a) Para los tipos bancarios, en enero de 2003, se produce una discontinuidad en las series por cambios en los requerimientos estadísticos de recopilación de los datos.

(b) Calculado como una media ponderada de los tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. Para los créditos de más de un millón de euros, el tipo de interés se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

(c) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores y financiación intermediada por fondos de titulización. La financiación a sociedades no financieras incluye, además, valores de renta fija.

(d) Incluye depósitos a plazo, adquisiciones temporales, valores bancarios, depósitos de residentes en el exterior y participaciones en FIAMM.

(e) Datos acumulados de cuatro trimestres.

la situación fiscal, se rechazaron las recomendaciones de la Comisión y se dejó en suspenso el procedimiento de déficit excesivo. A este respecto, debe señalarse que la Comisión Europea acaba de denunciar ante el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas el modo de proceder de ese Consejo, con el fin de aclarar si decisiones sustantivas relacionadas con la evaluación de las políticas fiscales pueden tomarse al margen del procedimiento de déficit excesivo y la validez de las conclusiones adoptadas por el ECOFIN. A la vez, la Comisión ha anunciado que en las próximas semanas publicará una iniciativa para mejorar los mecanismos de coordinación de las políticas económicas en la UEM, que puede contener alguna propuesta para mejorar la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

La tasa de inflación del conjunto de la zona, medida a partir del IAPC, ha estado fluctuando a lo largo del año alrededor del 2%, el valor alcanzado en el pasado mes de diciembre. Es previsible que, en función de cómo evolucionen los precios de la energía y de los alimentos —el componente más inflacionista—, el ritmo de aumento del IAPC tienda a reducirse ligeramente en los primeros meses de este año. La evolución posterior dependerá, en gran medida, del comportamiento de sus determinantes fundamentales y, en concreto, de cómo evolucionen los costes del trabajo. En este sentido, aunque los costes salariales han mantenido unos ritmos de crecimiento relativamente moderados, han seguido mostrando una escasa sensibilidad a la evolución de la productividad, cuyas ganancias en los últimos años han sido reducidas. Con ello, el comportamiento de los costes laborales unitarios no está favoreciendo el aumento de la rentabilidad de las empresas, lo que limita su disposición para crear empleo y acometer los planes de inversión necesarios para consolidar la expansión incipiente.

Los resultados alcanzados por la economía española en 2003 y su posición al comienzo de un nuevo ejercicio contrastan con la situación descrita para el conjunto de la zona euro y con la que están experimentando algunas de sus economías más significativas. El diferencial entre las tasas de crecimiento respectivas en el promedio del pasado año ha sido favorable a la economía española en dos puntos porcentuales, aproximadamente, y de ese orden podría ser el correspondiente al último trimestre.

El aumento en la renta real disponible de las familias —al que ha contribuido de forma destacada la capacidad de la economía española para la creación de puestos de trabajo, así como, más recientemente, la desaceleración de la tasa de inflación—, las ganancias de riqueza

financiera y la persistencia de unas condiciones monetarias muy holgadas han sido los principales factores que explican el dinamismo sostenido del gasto de los hogares, el componente más dinámico de la economía española a lo largo de 2003. Los ritmos de crecimiento alcanzados por esta variable en el cuarto trimestre no difieren, significativamente, de los resultados correspondientes al promedio del año.

El crecimiento de la renta real disponible de las familias en 2003 ha sido del orden del 3%, similar al del consumo privado, con lo que la tasa de ahorro puede que haya aumentado muy ligeramente. La fortaleza que ha mantenido la inversión residencial ha hecho que, previsiblemente, el ahorro financiero neto de los hogares haya disminuido su participación en el PIB durante el pasado año, habiendo aumentado apreciablemente el endeudamiento de las familias. Estas, en un contexto de bajos tipos de interés, de aumentos sostenidos en el precio de la vivienda —que solo han comenzado a ceder, ligeramente, en el tercer trimestre— y de mejora de su riqueza financiera, han seguido acumulando de forma persistente al crédito para financiar sus gastos, de manera que, en el cuarto trimestre, la financiación recibida creció por encima del 18%, lo que supone una aceleración de más de dos puntos porcentuales con respecto a la tasa registrada a finales del tercer trimestre. Los préstamos para la adquisición de vivienda fueron el principal motor de este comportamiento. En cualquier caso, la situación patrimonial de los hogares sigue siendo sólida y la carga financiera, en relación con su renta bruta disponible, ha seguido situada en niveles moderados.

Aunque el crecimiento de la inversión en equipo en 2003 ha sido modesto —entre el 2% y el 2,5%—, este resultado contrasta favorablemente con el acusado descenso registrado en el año precedente, superior al 5%. La tasa del cuarto trimestre puede que haya sido inferior a la del promedio del año, ya que, aunque las condiciones de financiación de los proyectos hayan sido muy favorables y las *ratios* de rentabilidad de las empresas elevadas, algunas grandes empresas se encuentran acometiendo procesos de saneamiento financiero y siguen afectadas todavía por determinadas incertidumbres asociadas al entorno internacional. La actividad de la industria, tras haberse recuperado en la primera mitad del año, ha tendido también a moderarse, y así lo reflejan igualmente las variables financieras: el crédito recibido por las sociedades se desaceleró en los tres últimos meses del año, de manera que su tasa de crecimiento se redujo hasta el entorno del 12,5%. Mientras que la financiación de las actividades relacionadas con la promoción y otros servicios

inmobiliarios ha crecido de forma sustancial, el crédito a la construcción y el dirigido al sector industrial han tendido a desacelerarse.

Ya se ha señalado el aumento notable que se estima que los flujos comerciales con el exterior han alcanzado en el conjunto de 2003. Las tasas de crecimiento real para las exportaciones e importaciones de bienes y servicios podrían superar el 4%, en el primer caso, y el 6,5%, en el segundo. Estos resultados se derivan, en gran medida, de las altas tasas que se habían alcanzado en la primera mitad del año y que reflejaron, a su vez, la recuperación experimentada respecto a los resultados muy negativos del primer semestre de 2002. Los datos más recientes muestran una evolución más acorde con la de los mercados relevantes y, en el cuarto trimestre, parece que la pérdida de ritmo de las importaciones está siendo algo superior a la de las exportaciones, de ahí la menor contribución negativa del saldo neto al aumento del producto en ese período. En cualquier caso, el hecho más significativo de cara a la evolución futura de las exportaciones en un contexto internacional más expansivo es que la apreciación del euro ha obligado a las empresas exportadoras a reducir de forma notable sus precios de exportación en el área del dólar, con el consiguiente estrechamiento de sus márgenes.

El cierre de las cuentas públicas el pasado año ha supuesto un paso importante en el proceso de consolidación fiscal. Aunque la política fiscal, valorada en su conjunto, tuvo un carácter contractivo, la actuación de las Administraciones Públicas ha tendido a estimular aquellas actividades que estaban dando pruebas de un mayor dinamismo: el consumo y el sector de la construcción. El impacto fiscal sobre la renta disponible de las familias en 2003 ha seguido siendo apreciable, aunque menor que en el ejercicio precedente, y ha descansado más en la reducción del impacto negativo habitual que tiene la imposición directa sobre la renta que en la aportación positiva de las transferencias netas a los hogares, que se han desacelerado. El consumo y la actividad inversora del sector público han sido también notables, especialmente la inversión en infraestructuras canalizada a través de las empresas privadas que no se recoge en los presupuestos. Lógicamente, todo esto ha sido posible gracias al alto rendimiento obtenido de algunos tributos, en especial los impuestos sobre el valor añadido y sociedades, así como a la fortaleza que, a pesar de la reforma, ha experimentado la recaudación del impuesto sobre la renta de las personas físicas.

La persistencia de un ritmo de creación de empleo considerable y el descenso experimentado por la tasa de inflación en el último trimes-



tre han sido dos hechos destacados en la evolución de la actividad económica durante 2003. El aumento del empleo, en términos homogéneos de la Contabilidad Nacional, pudiera situarse algo por debajo del 2% en el promedio del año y la tasa de variación del IPC en diciembre, del 2,6% (una décima más el índice armonizado), ha supuesto un recorte de tres décimas porcentuales con respecto al cierre del tercer trimestre, que se ha fraguado, principalmente, por el comportamiento del componente de bienes industriales no energéticos, que estaba registrando tasas muy elevadas en los dos últimos años. Esto ha permitido que el diferencial con respecto a la inflación en el conjunto de la zona euro, que se había estabilizado en valores próximos al punto porcentual —el resultado para el promedio del año—, haya descendido hasta las siete décimas porcentuales en los tres meses finales del año.

Para consolidar la desaceleración de los precios y para que se modere de forma permanente el diferencial de inflación con los países de la zona, los costes unitarios laborales deben atenuar su ritmo de crecimiento, que se ha es-

tabilizado en tasas por encima del 3%. Para ello se requiere que mejore la productividad de la economía y que los salarios, una vez superado el impacto de las cláusulas de revisión, vuelvan —en un contexto de descenso de la tasa de inflación— a la senda de moderación que permitirá que se mantenga el proceso de aumento del empleo.

Pero sigue siendo necesario, igualmente, que los mercados profundicen en su eficiencia y niveles de competencia, de forma que la desaceleración de sus costes no vaya, exclusivamente, a la ampliación de los márgenes. El aumento de los márgenes empresariales el pasado año volvió a ser notable, sobre todo en aquellas ramas menos expuestas a la competencia y en las que la presión de la demanda ha sido más elevada. Los sectores exportadores, que deben aumentar su protagonismo en el proceso de crecimiento de la economía española, una vez que se vaya consolidando la recuperación económica mundial, fueron los que, sin embargo, tuvieron unos resultados más negativos, en un contexto de apreciación del tipo de cambio del euro.

## 2. Entorno exterior del área del euro

La evolución económica del entorno exterior del área del euro ha venido caracterizada, en el último trimestre de 2003, por una recuperación más vigorosa y más extendida geográficamente, apoyada en el dinamismo que desde el tercer trimestre han mostrado las economías de Estados Unidos y el Sudeste asiático, en un contexto de políticas de demanda expansivas.

El aspecto más destacado en los mercados financieros internacionales hasta mediados del mes de enero fue la acentuación de la depreciación del dólar frente a las principales monedas, especialmente frente al euro. En ese período, el dólar llegó a cotizar a niveles mínimos frente a la moneda europea, cercanos a 1,29 dólares por euro, aunque posteriormente recuperó parte del terreno perdido. Entre los factores que explican esa evolución juega un papel indiscutible el elevado déficit por cuenta corriente en Estados Unidos. La evolución del resto de las variables financieras fue bastante positiva. Los tipos de interés a largo plazo continuaban en niveles muy reducidos, favorecidos por políticas monetarias bastante laxas. Las condiciones de financiación empresarial siguieron mejorando y los diferenciales de deuda soberana de los países emergentes se redujeron, en algunos casos, a mínimos históricos. El comportamiento de la renta variable fue también muy favorable, tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes, cerrando un año de fuertes ganancias, después de tres años consecutivos con caídas en los principales índices bursátiles.

En Estados Unidos, tras el fuerte crecimiento del tercer trimestre (8,2% trimestral anualizado), los indicadores más recientes han ofrecido señales mixtas, al menos por el lado de las empresas, lo que vaticina un crecimiento más moderado para el último trimestre de 2003. En noviembre y diciembre, se produjo un inesperado retroceso de la demanda de bienes duraderos y, de forma también inesperada, se estancó la creación de empleo. Mientras que el retroceso de la inversión puede interpretarse como un alto temporal tras el crecimiento anterior, el dato de empleo es particularmente negativo porque en los tres últimos meses del año apenas se crearon 143.000 empleos, cifra muy inferior a la esperada. Pese a que la tasa de paro se redujo del 5,9% al 5,7% de la población activa, ello se debió a la caída en 300.000 personas de la población activa. Estos datos negativos se vieron parcialmente compensados por los positivos indicadores de opinión empresarial, especialmente el ISM de manufacturas de diciembre, que registró el nivel más alto en 20 años, y por el buen momento de las empresas, que en el tercer trimestre alcanzaron una de las mayores *ratios* de beneficios sobre el PIB de la historia.

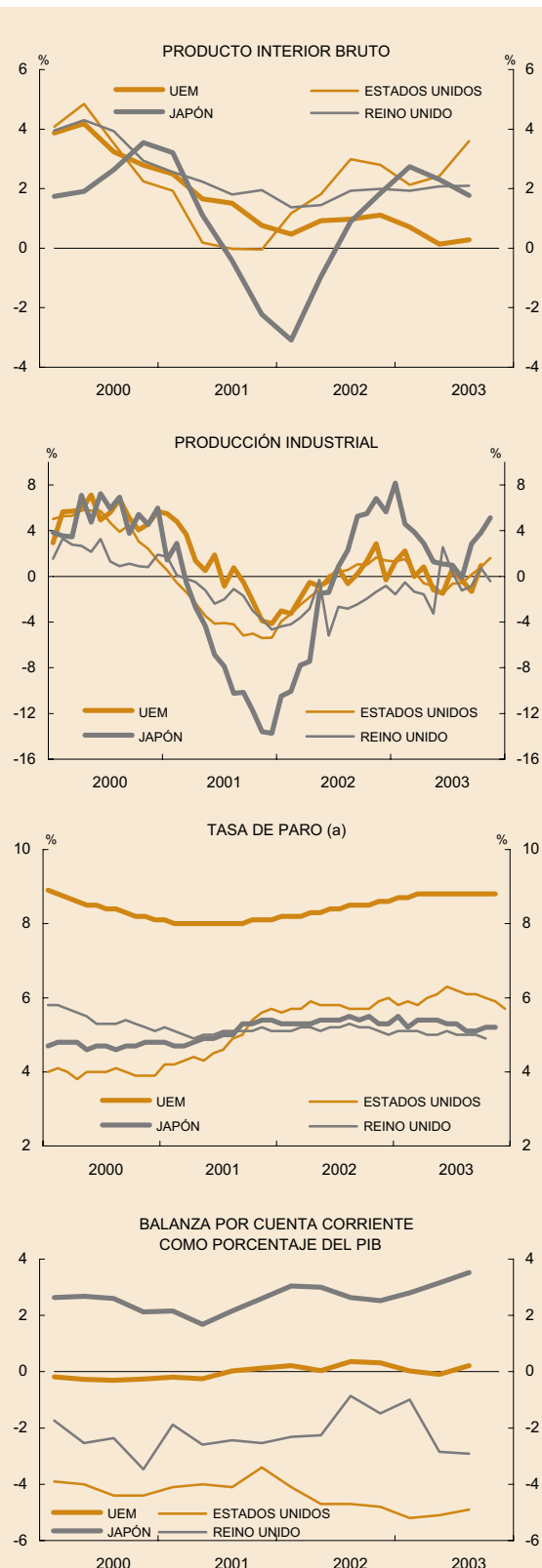
Por su parte, el gasto de los hogares evolucionó mejor de lo esperado, dada la fortaleza del tercer trimestre. Las ventas al por menor de noviembre y diciembre mostraron un crecimiento notable y el indicador de sentimiento del consumidor se repuso en enero y alcanzó el mayor nivel desde noviembre de 2000, tras el leve retroceso que sufrió en diciembre por la debilidad del empleo. El déficit exterior se contrajo inesperadamente en noviembre, gracias a un aumento de las exportaciones y a una caída moderada de las importaciones. En cuanto a los precios, el IPC de diciembre creció a una tasa interanual del 1,9%, mientras que las tasas subyacentes de los indicadores de precios de consumo, importación y producción siguieron muy contenidas, en torno al 1%, lo que, junto con la decepcionante creación de empleo, ha retrasado considerablemente el horizonte previsto de subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal.

En Japón, los indicadores disponibles del cuarto trimestre muestran un repunte de la actividad, tras la ligera desaceleración del tercer trimestre (1,9% interanual). La mejoría se apoyó en el dinamismo de las exportaciones, que tuvo su reflejo en los aumentos de la producción industrial, de la confianza empresarial y de la demanda de inversión. Sin embargo, persistió la relativa debilidad del consumo privado, con descensos en las ventas al por menor en noviembre y diciembre, y en la confianza de los consumidores en diciembre, a consecuencia de las pérdidas de empleo registradas en los dos meses anteriores, que llevaron la tasa de paro hasta el 5,2% de la población activa. Las presiones deflacionistas volvieron a aparecer en noviembre, con una caída interanual en el índice de precios de consumo del 0,5%, tras haberse registrado en octubre una tasa nula, si bien la subyacente fue del -0,1%. El Banco de Japón decidió suavizar aún más su política monetaria, aumentando el objetivo para los saldos de cuentas corrientes en el banco central, desde un rango de 27-32 billones de yenes a 30-35 billones. Finalmente, el Gobierno anunció la ausencia de paquetes suplementarios de gasto público en el último tramo del año fiscal 2003 y presentó su plan de presupuesto para el año fiscal 2004, sin cambios relevantes en el tono de la política fiscal, aunque cabe mencionar la reducción de la inversión pública, compensada por un aumento del gasto en Seguridad Social.

En el Reino Unido, el PIB creció un 0,9% en el cuarto trimestre (2,5% interanual), una décima más que en el tercero. Las encuestas de directores de compras de diciembre siguieron registrando una intensa actividad en los servicios y la construcción, si bien las buenas perspectivas para la industria se vieron frustra-

GRÁFICO 5

### Principales indicadores macroeconómicos Tasas de variación interanuales

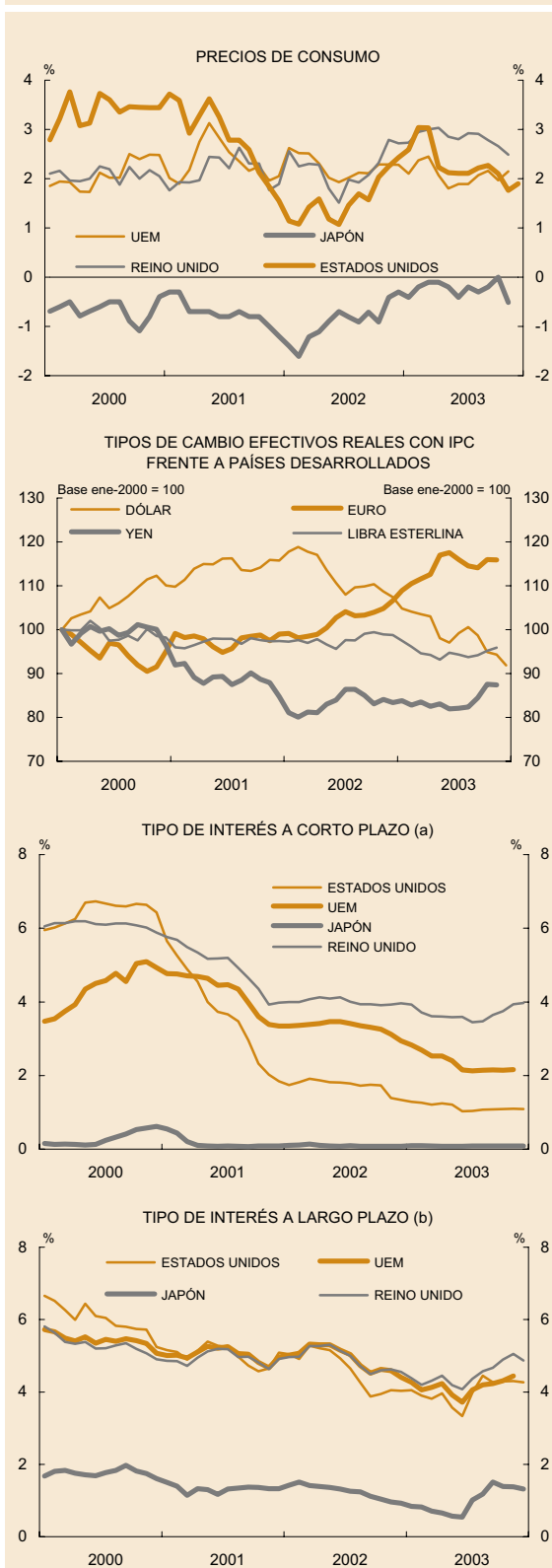


Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.  
(a) Porcentaje de la población activa.



GRÁFICO 6

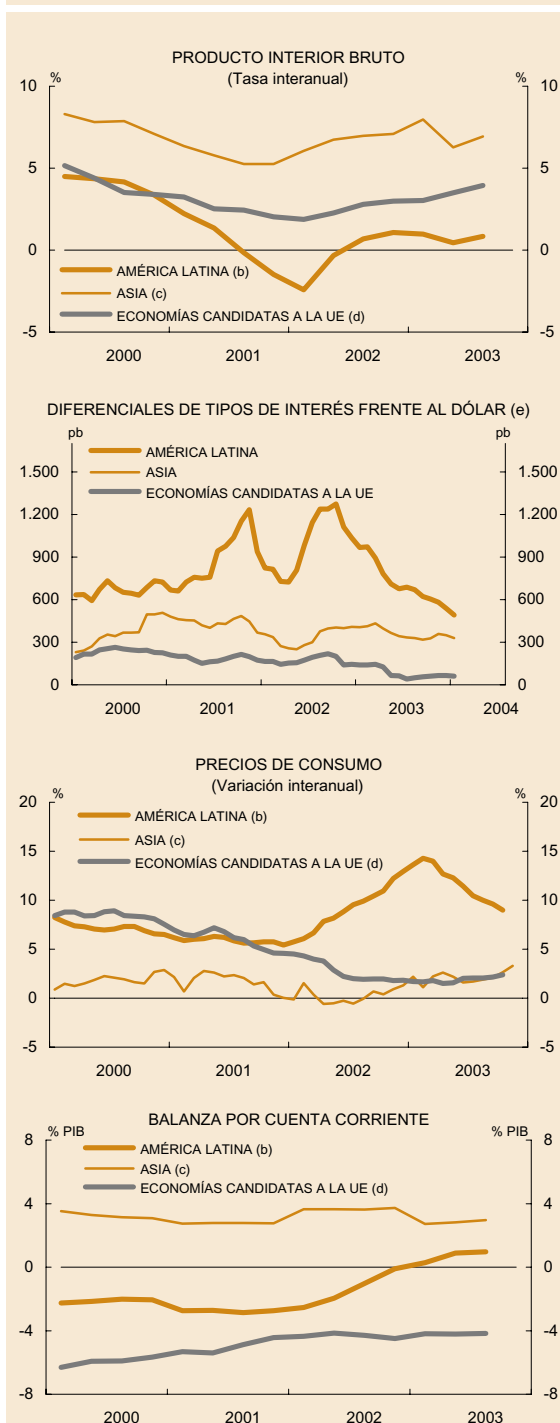
## Precios, tipo de cambio real y tipos de interés



Fuente: Banco de España.

- (a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.  
(b) Rendimientos de la deuda pública a diez años.

GRÁFICO 7

Economías emergentes:  
principales indicadores macroeconómicos (a)


Fuentes: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- (a) El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.  
(b) Argentina, Brasil, Chile, Méjico, Colombia, Venezuela y Perú.  
(c) China, Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.  
(d) Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.  
(e) Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de las economías candidatas corresponden a Hungría y Polonia.

das por la caída de la producción del sector en un 1% en noviembre. El gasto de los hogares siguió creciendo de manera sostenida en el cuarto trimestre, apoyado en el crédito a los consumidores y en la favorable situación del mercado laboral, con una tasa de paro del 4,9% de la población activa. En los tres meses hasta noviembre prosiguió el deterioro del déficit comercial, debido, en parte, a la apreciación de la libra esterlina. El índice armonizado de precios de consumo creció en diciembre a una tasa del 1,3%, bastante inferior al objetivo del 2%, mientras que el crecimiento de los precios de la vivienda repuntó en diciembre.

En los países en proceso de adhesión a la Unión Europea se produjo una notable aceleración de la actividad en el tercer trimestre, que continuó en el cuarto. Destaca el elevado crecimiento de los países bálticos, en algunos casos por encima del 6%, y la recuperación de Hungría y la República Checa. Las tasas de inflación repuntaron ligeramente en los últimos meses, por lo que las autoridades monetarias mantuvieron en general los tipos de interés oficiales estables, salvo en Hungría, donde aumentó del 9,5% al 12,5% en noviembre, en un contexto de fuertes presiones en los mercados de bonos y de divisas, ante los elevados déficit fiscal y por cuenta corriente. El forint húngaro se depreció más de un 3% frente al euro en el cuarto trimestre, mientras que el resto de monedas con tipos de cambio flexible se depreciaron más moderadamente o incluso se apreciaron.

En Asia, continuó la recuperación de la actividad ya iniciada en el tercer trimestre, gracias al dinamismo de las exportaciones, especialmente en China y en Corea del Sur. La economía china está liderando el crecimiento en la región, con un aumento estimado del PIB en el cuarto trimestre de 2003 del 9,9% interanual, superior incluso al 9,6% del tercero, con lo que el crecimiento en 2003 habría sido del 9,1%. Los indicadores del cuarto trimestre confirman la aceleración de la producción industrial y de la demanda interna, con elevados incrementos de la inversión fija y de las ventas al por menor. Todo ello, en contrapartida, propició un rápido incremento de la inflación, hasta el 3% interanual en noviembre. Por otra parte, las autoridades chinas iniciaron un programa de capitalización bancaria, con la finalidad de sanear el sistema financiero.

La recuperación económica en América Latina se está desarrollando a un ritmo muy pausado, debido a los pobres resultados en términos de actividad registrados en las dos principales economías de la región, Brasil y México.

En contraste, las variables financieras, en particular los diferenciales soberanos y las bolsas, han seguido mostrando un comportamiento muy positivo, lo que ha permitido a los índices bursátiles de Brasil y Argentina convertirse en las bolsas mundiales que más han subido en 2003. Esta mejora del clima de confianza, junto con la consolidación de las cuentas fiscales, la holgura de la posición exterior —reflejada en superávits por cuenta corriente inusuales en la región—, y la flexión a la baja de la inflación, que se ha vuelto a situar en tasas de un dígito para el conjunto de estos países, permite cerrar un ejercicio de bajo crecimiento, apenas por encima del 1%, con buenas expectativas para el año 2004.

Por países, destaca el dinamismo de la recuperación en Argentina, con un crecimiento del 9,8% interanual en el tercer trimestre, que, dada la fortaleza de la actividad en el cuarto trimestre, podría superar el 8% en el conjunto de 2003. Ello refleja, sobre todo, la reversión de la fuerte caída acumulada en los cuatro años previos de recesión, lo que también se traduce en una inflación muy reducida. Por otra parte, ha tenido una negativa acogida por parte de los acreedores internacionales privados la propuesta de reestructuración de la deuda exterior realizada por las autoridades argentinas. En Brasil, pese al buen comportamiento del sector exterior y a los notables recortes de los tipos de interés, justificados por la moderación de la inflación, el crecimiento del PIB cayó hasta el -1,5% interanual en el tercer trimestre, si bien los indicadores más recientes de actividad apuntan a una leve mejoría. Las variables financieras siguen reflejando un elevado optimismo, avalado por la aprobación definitiva de los principales puntos de las reformas de la Seguridad Social y tributaria en el mes de diciembre. En México, por el contrario, la reforma fiscal no se aprobó en el Congreso, lo que llevó a cierta turbulencia en los mercados cambiarios, superada hacia final de año. El crecimiento del tercer trimestre estuvo por debajo de las expectativas (0,4% en tasa interanual), si bien en el cuarto trimestre se aprecian indicios de mayor actividad en el sector industrial, por la recuperación de este sector en Estados Unidos. Respecto al resto de países de la región, destaca, en Chile, la combinación de crecimiento relativamente elevado y baja inflación, que permitió acabar el año con tipos de interés en mínimos históricos; el rechazo en referendo de la reforma fiscal y política en Colombia, que ha llevado a la aprobación de un programa de austeridad fiscal; y la fuerte caída de la actividad registrada este año en Venezuela (en torno al 9%), aunque menor de lo inicialmente esperado.

### 3. El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

La información disponible acerca de la evolución económica del área del euro en el cuarto trimestre de 2003 parece confirmar la recuperación de la actividad iniciada durante el verano. Por el momento, este mayor dinamismo se ha apoyado, fundamentalmente, en el crecimiento de la demanda de las exportaciones del área, que se han beneficiado de la expansión del producto mundial. Por el contrario, existen escasos indicios de que la demanda interna haya superado la fase de debilidad mostrada durante los trimestres centrales de 2003, a pesar del mantenimiento de elementos propicios para su recuperación, como los que representan unas condiciones monetarias y financieras favorables. Dentro de este panorama persisten, no obstante, algunos riesgos que podrían condicionar el alcance de la mejora de la actividad. Por un lado, es probable que la reciente agudización del proceso de apreciación del tipo de cambio del euro ejerza algún efecto moderador sobre la senda de expansión de las exportaciones, lo que confiere una cierta incertidumbre a las perspectivas de crecimiento. Por otra parte, las dificultades en la aplicación y cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento constituyen un importante foco de preocupación. En este sentido, el cumplimiento de los compromisos adquiridos dentro del marco institucional de las políticas fiscales del área constituye un ingrediente importante para reforzar la confianza de los agentes y alcanzar un crecimiento sostenido de la economía del área.

#### 3.1 Evolución económica

Según la estimación más reciente de Eurostat, el PIB del área del euro creció un 0,4% en términos intertrimestrales en el tercer trimestre de 2003, en contraste con el estancamiento mostrado desde finales de 2002 (véase cuadro 1). En términos interanuales, la tasa de avance fue del 0,3%, lo que representa una ligera aceleración en comparación con el segundo trimestre. Por componentes, la recuperación se apoyó en un fuerte repunte de las exportaciones, que crecieron un 2%, en tasa intertrimestral, tras los descensos sufridos desde el último trimestre de 2002. Ello dio lugar, en un contexto de mantenimiento de la atonía de las importaciones, a una elevada aportación positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, hasta alcanzar 0,8 pp (véase gráfico 8). Por el contrario, la demanda interna, excluyendo existencias, siguió mostrando, como a lo largo de todo el año, una escasa pujanza, con una contribución de tan solo una décima a la expansión del PIB. El débil pulso del gasto interno fue consecuencia del escaso dinamismo del consumo privado y de la continuación del descenso de la inversión, aunque a un ritmo más moderado que en los dos trimestres

CUADRO 1

## Indicadores económicos de la UEM

	2002			2003				2004
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR (a)	I TR (b)
<b>PIB</b>								
Crecimiento interanual	0,9	1,0	1,1	0,7	0,1	0,3		
Crecimiento intertrimestral	0,5	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,4		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,3; 0,7)	(0,3; 0,7)
<b>IPI (d)</b>	-0,6	0,0	1,1	0,8	-0,5	0,1	1,1	
Sentimiento económico	96,0	95,4	95,3	94,9	94,8	95,0	95,7	
Confianza industrial	-10,0	-11,3	-9,7	-11,0	-12,0	-11,4	-7,3	
PMI manufacturas	51,4	50,5	49,0	49,3	47,1	49,1	52,0	
Confianza servicios	5,3	-0,7	-4,3	-5,7	-2,0	5,3	10,0	
PMI servicios	52,9	50,9	50,5	48,9	47,9	51,9	56,7	
Tasa de paro	8,3	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8	
Confianza consumidores	-8,3	-10,0	-14,0	-19,3	-19,3	-17,3	-16,3	
<b>IAPC (d) (e)</b>	1,9	2,1	2,3	2,4	1,9	2,2	2,0	
<b>IPRI (d) (e)</b>	-0,9	0,2	1,5	2,4	1,4	1,1	1,4	
Precio del petróleo en \$ (e)	24,1	28,4	28,2	30,3	27,6	27,1	29,9	31,5
<b>Préstamos al sector privado (d) (e)</b>	5,4	5,2	4,8	4,7	4,6	5,0	5,4	
<b>Rendimiento bonos a diez años UEM</b>	5,3	4,8	4,5	4,2	4,0	4,2	4,4	4,2
<b>Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM</b>	-0,10	-0,46	-0,51	-0,22	-0,32	0,09	-0,05	-0,03
<b>Tipo de cambio dólar/euro (e)</b>	0,998	0,986	1,049	1,090	1,143	1,165	1,263	1,254
<b>Apreciación / Depreciación del euro (e)</b>	13,2	11,9	19,0	3,9	9,0	11,1	20,4	-0,7
<b>Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)</b>	-15,2	-39,1	-34,5	-12,9	2,9	4,1	18,1	3,9

Fuentes: Eurostat, BCE y Banco de España.  
(a) La información en cursiva no recoge el trimestre completo.  
(b) Información disponible hasta el día 20 de enero de 2003.  
(c) Previsiones de crecimiento intertrimestral.  
(d) Crecimiento interanual.  
(e) Datos de fin de período. Para la variación del tipo de cambio y la bolsa, son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

anteriores. Finalmente, la variación de existencias restó 0,5 puntos porcentuales al crecimiento del producto. Esta reducción de inventarios podría interpretarse como un proceso no deseado por parte de las empresas, en la medida en que pudo ser el resultado de un incremento inesperadamente pronunciado de la demanda exterior.

La recuperación de la actividad en el tercer trimestre ha constituido un rasgo generalizado de la evolución económica en los nueve países del área para los que se dispone de datos de contabilidad nacional trimestral. Todos ellos registraron un crecimiento intertrimestral positivo en ese período, con la excepción de los Países Bajos, donde el PIB no varió. Además, en los cinco países en los que el producto se contrajo en el segundo trimestre se observó un fuerte repunte de sus tasas de crecimiento. La expansión de las exportaciones y el consiguiente aumento de la demanda exterior neta contribuyeron de forma muy importante a la mejora de los resultados de algunas economías, como Alemania e Italia, donde la aportación del sector exterior al

crecimiento del producto alcanzó 1,8 y 1,2 pp, respectivamente. Por el lado de la demanda interna (excluidas las existencias), el comportamiento de los tres mayores países de la UEM fue más diferenciado: mientras que en Alemania se acentuó ligeramente el ritmo de caída tanto del consumo privado como de la formación bruta de capital fijo, en Francia e Italia se observó una recuperación del gasto interno privado.

Por ramas de producción, todos los sectores, excepto la agricultura, experimentaron una perceptible recuperación en el tercer trimestre en términos del crecimiento de su valor añadido. Cabe destacar la notable recuperación de la rama industrial (excluida la construcción), que retornó a tasas de crecimiento positivas, tras la fuerte contracción que presentó en el trimestre anterior. Los avances en los ritmos de expansión de la construcción y los servicios fueron más moderados. La recuperación más pronunciada en la industria, en comparación con los servicios, es coherente con la mayor sensibilidad cíclica de la primera de estas ramas (véase recuadro 1).

RECUADRO 1

# El comportamiento cíclico de las ramas de servicios de mercado y de industria en la UEM

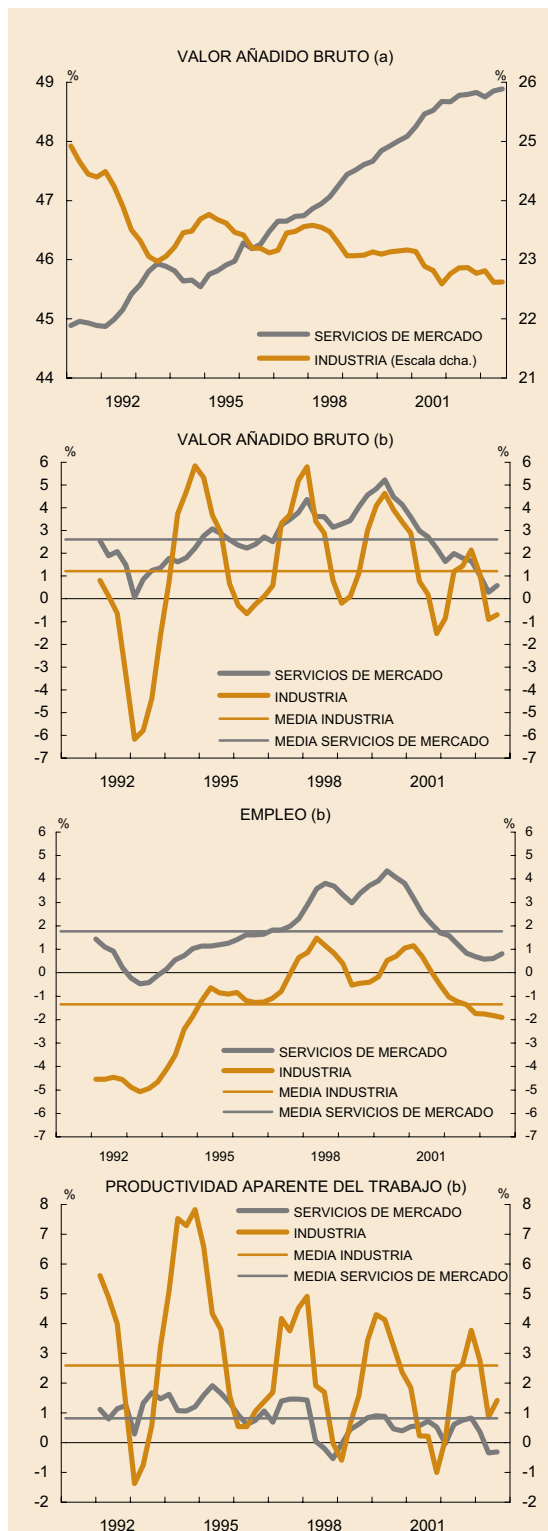
La evolución desde comienzos de los noventa de las dos principales ramas productivas de la economía del área del euro, la de servicios de mercado (en adelante, servicios) y la de industria excluida construcción (en adelante, industria), muestra un conjunto de hechos estilizados que pueden resumirse, por un lado, en un aumento del peso en la economía de los servicios —que se han expandido, tanto en términos de valor añadido bruto (VAB) como de empleo, a costa del retroceso de la industria (y también de la agricultura y la construcción)— y, por otro lado, en una menor volatilidad relativa del crecimiento de los servicios en comparación con la industria.

El peso de los servicios en el VAB del total de la economía ha aumentado 4 puntos porcentuales en la última década, en detrimento de la industria (véase gráfico superior). Esto es el resultado de una mayor tasa media interanual de variación del VAB de los servicios en el conjunto del período —del 2,6% frente al 1,2% de la industria, tal como se observa en el segundo gráfico—. Este fenómeno vendría explicado por factores de distinta naturaleza. En primer lugar, la demanda relativa de servicios en una economía crece al hacerlo el nivel de renta *per capita* (en la medida en que, por ejemplo, necesidades antes satisfechas dentro de los hogares pasan a ser provistas fuera de ellos). En segundo lugar, la importancia creciente de los procesos de *outsourcing*, a través de los cuales las empresas industriales demandan en el mercado servicios que antes se proporcionaban internamente, puede estar generando un cierto desplazamiento del VAB de uno a otro sector. Finalmente, el proceso de inversiones en países de fuera del área del euro en búsqueda de menores costes de producción y mayor rentabilidad está originando una cierta deslocalización industrial, lo que reduce el peso de este sector dentro de la UEM.

El crecimiento del VAB en los servicios muestra, además, una menor volatilidad relativa. En el período considerado, la desviación típica de las tasas de variación interanual del VAB de la industria fue más del doble que la que registraron los servicios. Este dato está relacionado, probablemente, con el hecho de que los servicios incluyen una mayor proporción relativa de productos cuya demanda muestra una menor respuesta al ciclo económico —tales como la educación o la sanidad privada—, o con un grado bajo de comerciabilidad internacional, lo que evita que estén sometidos directamente a las perturbaciones procedentes del entorno exterior o generadas por los movimientos cambiarios. Además, las tasas de variación del VAB en los servicios muestran una mayor persistencia que las correspondientes a la industria, lo que se refleja en una duración más prolongada de los ciclos de aquella rama.

El diferencial de las tasas medias de crecimiento interanual del empleo entre ambas ramas es muy superior al del VAB (véase el tercer gráfico). En la industria se ha destruido empleo durante el período considerado a un ritmo medio superior al 1% anual; de hecho, solo durante dos breves períodos se creó empleo en este sector en términos interanuales. Por el contrario, en los servicios el empleo solo se redujo en una fase especialmente desfavorable del ciclo, como la registrada en 1993, mientras que el crecimiento medio en el período se aproxima al 2%. Ese mayor diferencial se corresponde con un comportamiento más dinámico de la productividad aparente del trabajo en la industria —con un incremento medio anual en torno al 2,5%— que en los servicios, en los que el incremento de la productividad es inferior al 1% (véase gráfico inferior). Al contrario de lo que ocurre con el VAB, la volatilidad del empleo no es muy diferente en ambas ramas, lo que sugiere que la respuesta a corto plazo de las empresas manufactureras a la elevada variabilidad coyuntural de su actividad se produce, fundamentalmente, modificando la intensidad con la que utilizan el factor trabajo, y no con variaciones de su plantilla.

La evolución reciente del VAB en las dos ramas muestra que ambas han contribuido de forma similar al proceso de desaceleración del producto registrado en la UEM desde mediados de 2000. La ralentización de la actividad ha sido más persistente en la rama de servicios, en la que las tasas de variación interanual han sufrido una reducción progresiva durante los últimos tres años —tras el prolongado proceso de aceleración que se produjo entre 1992 y 2000—. En la industria han seguido observándose las oscilaciones cíclicas habituales, si bien dentro de una tendencia general de ralentización del ritmo de expansión del VAB. En el tercer trimestre de 2003 se ha iniciado una modesta recuperación en los dos sectores, que es todavía prematuro calificar como definitiva, aunque su continuidad en el futuro inmediato parece avalada por la mejora sostenida que los indicadores de confianza —en particular, los referidos al sector servicios— vienen mostrando desde la primavera pasada.



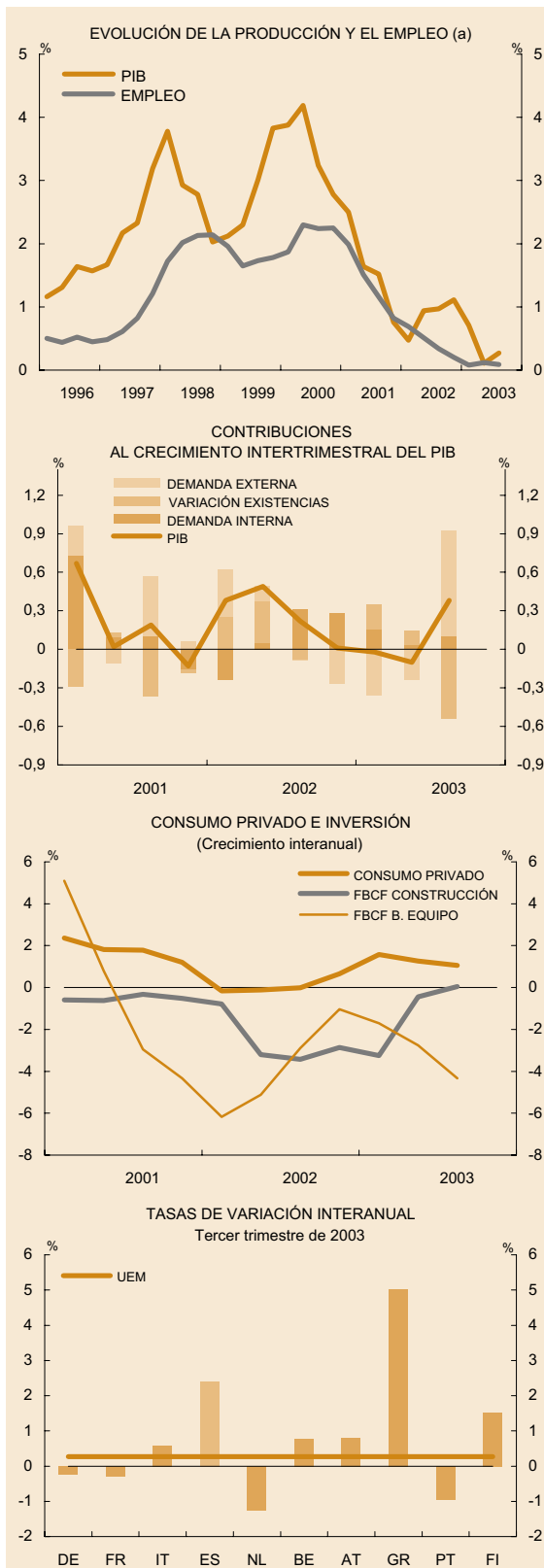
Fuentes: Eurostat y BCE.

(a) En porcentaje sobre el valor añadido bruto total.  
(b) Tasas de variación interanual



GRÁFICO 8

### Contabilidad nacional de la UEM



Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.  
(a) Tasas de variación interanual.

La información disponible del cuarto trimestre resulta coherente con un escenario de moderado fortalecimiento de la actividad. Por el lado de la oferta, los indicadores cualitativos procedentes de las encuestas de confianza realizadas al sector manufacturero han continuado arrojando mejoras en el promedio del trimestre, reflejando una consolidación de las perspectivas de recuperación (véase gráfico 9). No obstante, si bien el índice de directores de compras del sector ha experimentado continuos avances a lo largo de todo el trimestre —rebasando cada vez por mayor margen el nivel 50, indicativo de una expansión de la producción—, los resultados de la encuesta de confianza industrial de la Comisión Europea presentaron un retroceso en el último mes del año, que afectó, además, a todos sus componentes. El índice de producción industrial, disponible hasta noviembre, reflejó la tendencia hacia una progresiva recuperación del sector a lo largo de la segunda mitad del año.

Por el lado de la demanda interna, la información disponible tiende a esbozar un perfil de recuperación más vacilante, especialmente por lo que se refiere al consumo privado. En relación con este componente, la confianza de los consumidores mejoró muy ligeramente en el cuarto trimestre, en tanto que la de los minoristas retrocedió en los dos últimos meses del año. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de automóviles y las ventas al por menor continuaron sin dar muestras claras de recuperación. En cuanto a la demanda de bienes de equipo, parecen percibirse algunas señales alentadoras en relación con trimestres precedentes, en términos de la evolución tanto del grado de utilización de la capacidad productiva como de la valoración de la cartera de pedidos realizada por los empresarios, indicadores que alcanzaron en el último trimestre los mejores registros del año 2003. Por lo que respecta a la demanda externa, también la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior mantiene una tendencia positiva, reflejando la pujanza de la demanda mundial.

En el mercado de trabajo del área, el empleo continuó estancado en el tercer trimestre del año en los niveles alcanzados a comienzos de 2002, lo que ha supuesto que la tasa de paro se mantenga también inalterada en torno al 8,8% de la población activa. Los indicadores de expectativas de creación de empleo en las distintas ramas productivas apuntan a una modesta mejora de las perspectivas en la construcción y, en menor medida, en los servicios (véase la parte inferior del gráfico 10).

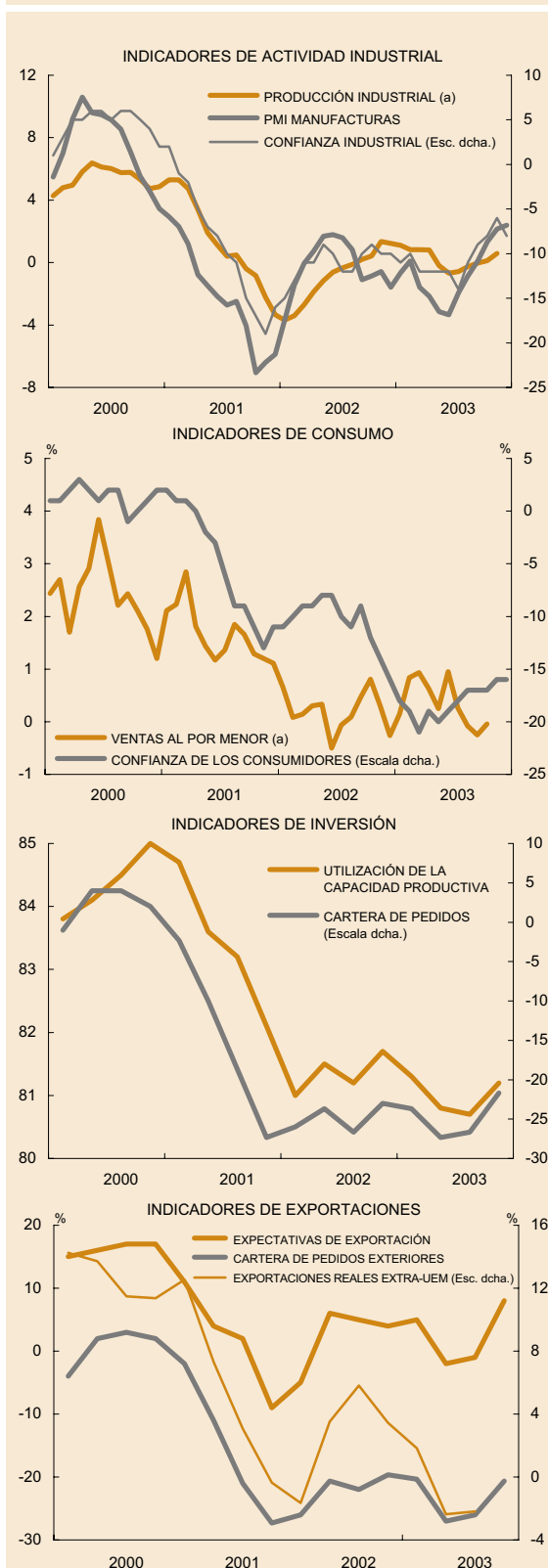
Así pues, tras el fortalecimiento de la actividad económica del área observado a lo largo

de la segunda mitad del año 2003, las perspectivas apuntan hacia una suave y progresiva consolidación de la recuperación durante los próximos meses. La continuación del proceso de saneamiento de los balances de las empresas, la existencia de una situación patrimonial de las familias sólida y los tímidos indicios de reactivación del empleo que comienzan a vislumbrarse configuran un panorama favorable para la evolución de la actividad. No obstante, existen algunos riesgos que podrían condicionar la consolidación de la mejoría. En particular, durante la segunda parte del año, esta se ha asentado sobre bases que le confieren una cierta vulnerabilidad, toda vez que, desde el punto de vista de su composición, se ha basado casi exclusivamente en la demanda exterior, con un escaso dinamismo de la demanda interna. Aunque esta evolución resulta coherente con el patrón observado al inicio de otras fases alcistas del ciclo económico, en esta ocasión resulta más problemática que en el pasado, al coincidir con una acentuación del proceso de apreciación del euro. Aunque la incidencia de este fenómeno sobre la demanda exterior neta parece haberse visto eclipsada en el tercer trimestre por el dinamismo de los mercados mundiales, el recrudecimiento del movimiento apreciatorio del tipo de cambio en el tramo final del año podría comenzar a afectar al comportamiento de la actividad del área. En particular, existe cierta evidencia de que, por el momento, las empresas exportadoras han repercutido a los precios aplicados a sus productos solamente una parte de la evolución cambiaria, lo que implica una compresión de sus márgenes que puede ser difícil de mantener en el futuro.

El ritmo de avance del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se ha desacelerado en dos décimas entre los meses de septiembre y diciembre, hasta cerrar el año en el 2%. Por su parte, la tasa de incremento del IPSEBENE —indicador que excluye los precios de los bienes energéticos y los alimentos no elaborados, dada su naturaleza más volátil— se redujo, a lo largo del trimestre, en una décima, hasta el 1,9%. Ello fue el resultado de la moderación de la dinámica de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos, en tanto que el de los alimentos elaborados registró un repunte de 0,6 pp, impulsado por el efecto de la elevación de impuestos indirectos en Francia, en especial, sobre el tabaco. Por su parte, los precios industriales, que habían venido desacelerándose a lo largo del año, repuntaron en noviembre hasta el 1,4%, lo que se debió al comportamiento expansivo de los precios energéticos, componente cuya elevada volatilidad contrasta con la estabilidad, en niveles reducidos, que han mostrado las tasas de crecimiento del resto de componentes.

GRÁFICO 9

# UEM. Indicadores reales

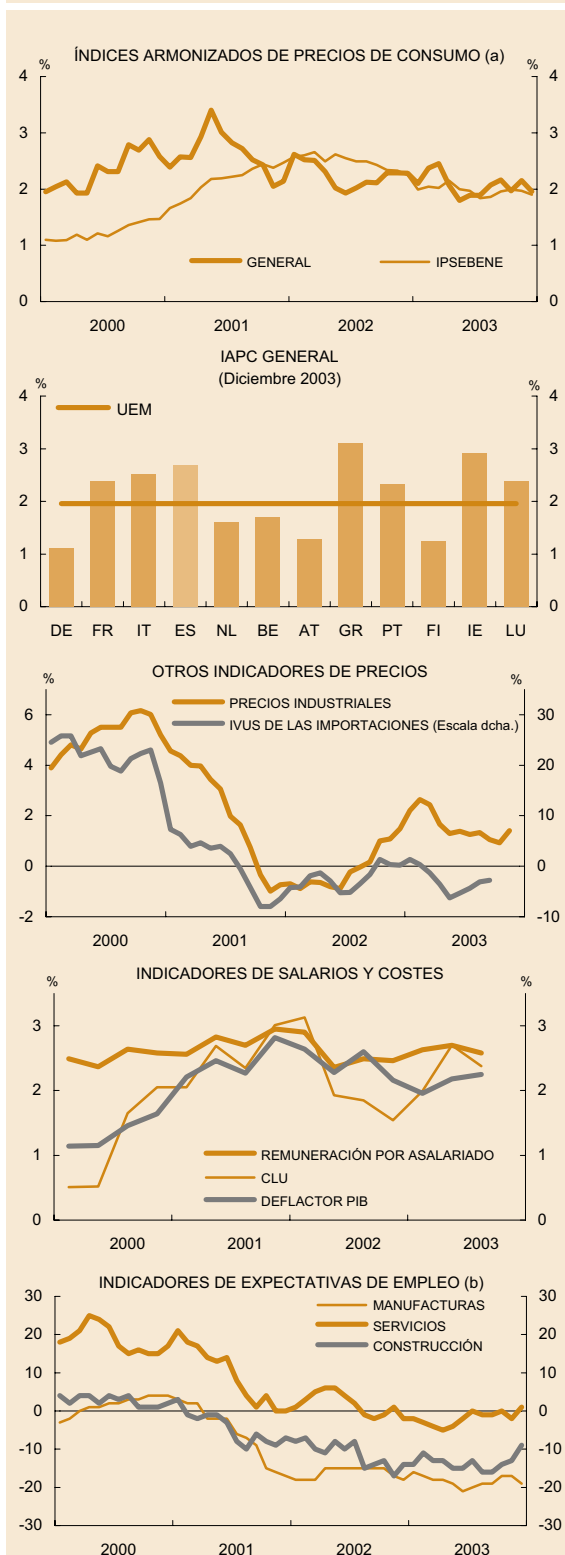


Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 10

# UEM. Indicadores de precios, salarios y empleo Tasas de variación interanuales



Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.  
(a) En enero de 2002 se produce una ruptura al comenzar la base 2001.  
(b) Expectativas basadas en los indicadores de opinión de la Comisión Europea.

La evolución en el tramo final del pasado año de la tendencia subyacente de la inflación fue moderadamente más favorable que la prevista, lo que sitúa al área al inicio de 2004 en una posición propicia para que la inflación se sitúe de modo estable por debajo del 2%. A ello debería contribuir también la evolución cambiaria, dada la evidencia existente de que la traslación de la apreciación del euro a los precios de las importaciones del área ha sido, por el momento, incompleta. En todo caso, la apreciación ya ha permitido neutralizar el impacto del encarecimiento del petróleo sobre los precios de los bienes energéticos expresados en euros. Entre los factores que han favorecido el alza del precio del petróleo se encuentran la continuación de las incertidumbres geopolíticas, el impacto de la inesperada intensidad de la recuperación de la economía mundial sobre la demanda de crudo, el reducido nivel de existencias en algunos países demandantes y la aparente intención de la OPEP de compensar a través de incrementos de precios los efectos de la depreciación del dólar sobre su poder adquisitivo.

No obstante, los precios han mostrado, en general, a lo largo de 2003, una persistente rigidez a la baja, a pesar de que el escaso dinamismo de la actividad ha provocado que el nivel de producción observado esté situado por debajo del potencial. En este contexto, la evolución de los costes internos constituye un elemento crucial para la valoración de las perspectivas inflacionistas. Así, los costes laborales unitarios continúan creciendo a tasas elevadas, en torno al 2,5%, a pesar de la ligera moderación observada en el tercer trimestre de 2003. En particular, la tasa de expansión de la remuneración por asalariado ha mostrado una persistente resistencia a la baja y una notable falta de sensibilidad a la posición cíclica de la economía durante la última fase de desaceleración de la actividad.

La evolución de la balanza de pagos del área durante el período enero-octubre de 2003 ha reflejado los efectos de la apreciación del euro. Así, el superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente ha experimentado una reducción aproximada de 28 mm de euros en relación con el mismo período del año anterior, hasta situarse en 20 mm. Esto se debió, principalmente, a un aumento del déficit de la balanza de rentas en 16 mm de euros (al disminuir el valor en euros de las rentas procedentes del resto del mundo como consecuencia de la apreciación cambiaria) y a la disminución del superávit de la balanza de bienes por valor de 13 mm, como consecuencia de que la caída del valor de las exportaciones superó a la de las importaciones.

En el ámbito de la política fiscal, durante el pasado año, el déficit público en la zona del euro

CUADRO 2

**Administraciones Públicas del área del euro: saldos presupuestarios (a)**

% del PIB

	2000	2001	2002	2003 (b)	2003 (c)	2004 (b)	2004 (c)
Bélgica	0,2	0,4	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,4
Alemania	-1,2	-2,8	-3,5	-4,0	-4,2	-3,5	-3,9
Grecia	-1,9	-2,0	-1,2	-1,4	-1,7	-1,2	-2,4
España	-0,9	-0,3	0,1	0,5	0,0	0,0	0,1
Francia	-1,4	-1,6	-3,1	-4,0	-4,2	-3,6	-3,8
Irlanda	4,4	0,9	-0,4	-0,4	-0,9	-1,1	-1,2
Italia	-1,8	-2,6	-2,3	-2,5	-2,6	-2,2	-2,8
Luxemburgo	6,4	6,2	2,4	-0,6	-0,6	-1,8	-2,1
Holanda	1,5	0,0	-1,6	-2,3	-2,6	-2,3	-2,7
Austria	-1,9	0,3	-0,2	-1,3	-1,0	-0,7	-0,6
Portugal	-3,1	-4,2	-2,7	-2,9	-2,9	-2,8	-3,3
Finlandia	7,1	5,2	4,2	2,3	2,4	1,7	1,7
PRO MEMORIA:							
UEM							
Saldo primario	4,2	2,3	1,4		0,7		0,7
Saldo total	-0,9	-1,6	-2,2	-2,7	-2,8	-2,4	-2,7
Deuda pública	70,2	69,2	69,0	70,1	70,4	70,0	70,7

Fuentes: Comisión Europea, programas de estabilidad nacionales y Banco de España.

(a) En porcentaje del PIB. No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.

(b) Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2003 y enero de 2004.

(c) Previsiones de otoño de 2003 de la Comisión Europea.

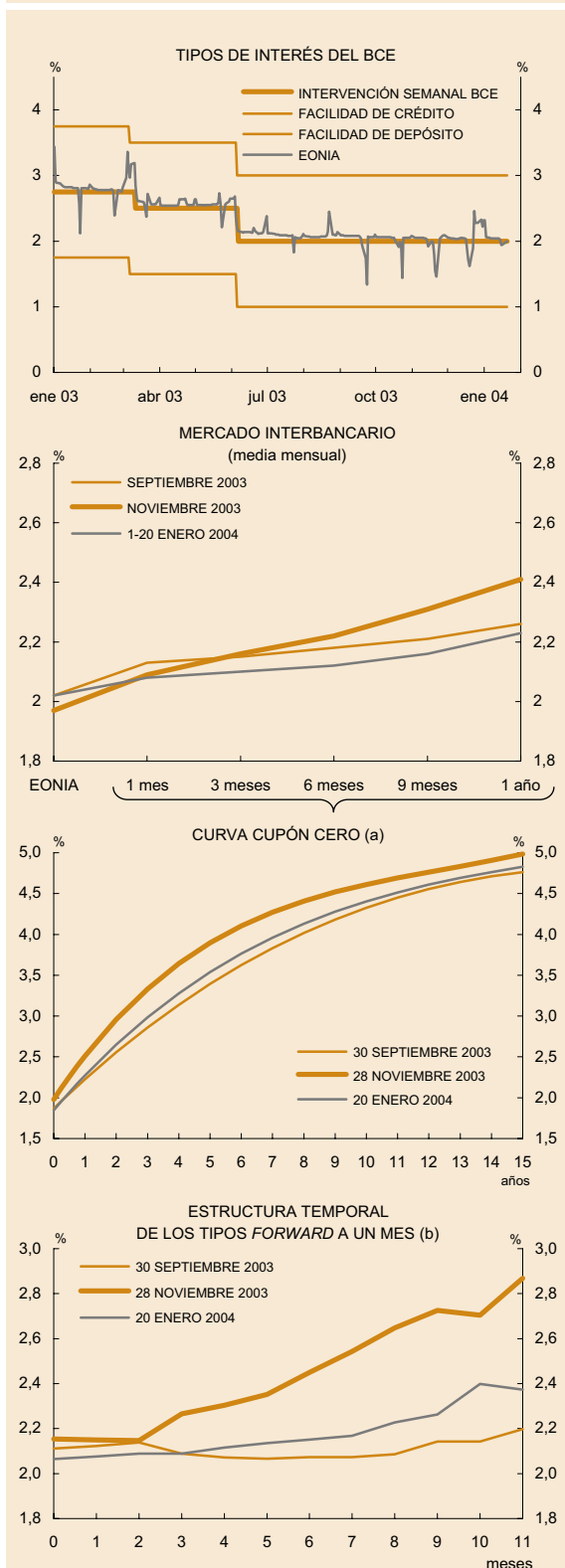
se deterioró por tercer año consecutivo, hasta alcanzar, según las previsiones de otoño de la Comisión Europea, el 2,8% del PIB, frente al 2,2% en 2002 (véase cuadro 2). De esta forma, el saldo presupuestario en el conjunto del área se alejó en 9 décimas del PIB del que se desprendía de los programas de estabilidad nacionales presentados entre finales de 2002 y principios de 2003, lo que fue consecuencia, en gran medida, del débil crecimiento económico en la UEM.

En su reunión del 25 de noviembre, el Consejo ECOFIN rechazó las recomendaciones de la Comisión Europea en relación con el procedimiento de déficit excesivo abierto contra Francia y Alemania. En su lugar, el Consejo dejó en suspenso el procedimiento y aprobó unas conclusiones con nuevas recomendaciones, según las cuales se retrasa hasta 2005 la fecha para corregir el déficit excesivo en estos países y se pide una reducción del déficit ajustado del ciclo mayor que la contemplada en las últimas Orientaciones Generales de Política Económica. Aunque el contenido de estas recomendaciones no difiere sustancialmente de las propuestas que había realizado la Comisión, existen dudas acerca del procedimiento utilizado por el Consejo y del carácter vinculante de las conclusiones, a pesar de que los gobiernos de Francia y Alemania hayan hecho público su compro-

miso de cumplirlas. En consecuencia, el pasado 13 de enero, la Comisión Europea decidió recurrir la decisión del Consejo ante el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas con el objetivo de clarificar hasta qué punto el procedimiento empleado por el ECOFIN se ajusta a lo establecido en el Tratado. Esta iniciativa de la Comisión forma parte de una estrategia más amplia con la que pretende aclarar y mejorar los mecanismos de la coordinación y vigilancia de las políticas económicas en la UEM. Las propuestas concretas están pendientes de especificación por la Comisión.

Por otro lado, los Estados miembros han presentado las actualizaciones de sus programas de estabilidad, en los que definen sus objetivos fiscales a medio plazo. De la agregación de los saldos presupuestarios de los distintos países resulta un déficit público para la zona euro del 2,4% y 1,7% del PIB en 2004 y 2005, respectivamente. Estas proyecciones son más favorables que las previsiones de otoño de la Comisión Europea según las cuales el déficit público del área se mantendría en el 2,7% en 2004 y 2005. Las diferencias se deben a que los programas de estabilidad de algunos países incluyen previsiones de crecimiento económico más optimistas y, además, consideran medidas de consolidación fiscal que no se incorporan en

GRÁFICO 11

**Tipos de interés de la zona del euro**


Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.  
(a) Estimación con datos del mercado de swaps.  
(b) Estimados con datos del Euribor.

las previsiones de la Comisión, por lo que la mejora en los saldos públicos proyectada por los países está condicionada al cumplimiento de ambos supuestos. Según las cifras de los programas de estabilidad, el déficit público ajustado del ciclo del conjunto del área registrará una mejora moderada en 2004, de donde se deduce un tono de la política fiscal ligeramente restrictivo. En líneas generales, las estrategias presupuestarias presentadas por los Estados miembros cumplen con el acuerdo del Eurogrupo según el cual aquellos países con déficit público en términos estructurales deberían reducirlo en medio punto del PIB cada año hasta alcanzar el equilibrio. No obstante, en el año 2006 todavía no se alcanzará para el conjunto de la UEM una situación próxima al equilibrio presupuestario de acuerdo con la información contenida en los programas.

El empeoramiento de las finanzas públicas en un contexto de desfavorable evolución de la actividad ha dado lugar a dos tipos de acciones de las autoridades de política económica. Por un lado, ha dado pie al Consejo Europeo a poner en marcha un programa de fomento de la inversión, conocido como Acción Europea para el Crecimiento, cuyo contenido se describe en el recuadro 2. Por otro lado, ha obligado a algunos Estados miembros a trazar un difícil equilibrio entre la adopción de medidas orientadas, por un lado, a sanear sus cuentas públicas y, por otro lado, a reactivar el crecimiento económico. Este es el caso de Alemania, donde el pasado diciembre se aprobó un conjunto amplio de reformas enmarcado dentro de la denominada Agenda 2010. En particular, se ha adelantado a 2004 una parte de la rebaja de los tipos marginales del impuesto sobre la renta prevista inicialmente para 2005, lo que ha sido compensado por la reducción de algunas desgravaciones. En el ámbito del mercado de trabajo, las reformas incluyen la equiparación de la prestación por desempleo y la ayuda social para los parados de larga duración, la obligatoriedad de que los desempleados acepten ofertas de empleo bajo determinados supuestos y la flexibilización de la legislación sobre despido.

### 3.2. Evolución monetaria y financiera

Como se ha descrito en el apartado previo, el contexto económico vigente en el área del euro durante el último trimestre del año pasado se ha caracterizado por una moderada mejoría de la actividad, acompañada de unas perspectivas favorables para el presente ejercicio, y por una evolución del panorama inflacionista que se mantiene en línea con la definición de estabilidad de precios. A la luz de este conjunto de información, el Consejo de Gobierno del BCE



RECUADRO 2

# La acción europea para el crecimiento

En la segunda mitad de 2003, en el contexto de la Presidencia italiana de la UE, se puso en marcha un conjunto de iniciativas encaminadas a impulsar diversos proyectos de inversión. Finalmente, en diciembre, el Consejo Europeo aprobó la denominada Acción Europea para el Crecimiento, un programa de fomento de la inversión que tiene un doble objetivo. A corto plazo, pretende aumentar la demanda y la confianza en la Unión Europea, en un contexto de relativa debilidad económica y escaso dinamismo de la inversión. A más largo plazo, se trata de impulsar los objetivos de la Agenda de Lisboa, que aspira a situar a Europa, a finales de la presente década, a la cabeza de las economías desarrolladas en términos de productividad y capacidad de innovación. En principio, este esfuerzo no supondrá una carga presupuestaria adicional, de forma que se respetarán los compromisos adquiridos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y las perspectivas financieras de la UE. Por lo que se refiere a las actuaciones previstas, se considera crucial trabajar en la ejecución de redes transeuropeas de transporte, energía y telecomunicaciones, así como en la inversión en capital humano, con especial énfasis en sus vertientes de inversión en I+D y de innovación tecnológica.

Los proyectos de redes transeuropeas pretenden mejorar la conexión entre los Estados miembros de la Unión Europea con el fin de avanzar en la integración del mercado interior. En el desarrollo de redes de transporte se ha otorgado prioridad a los tramos transfronterizos que mejoren la interconexión de las redes nacionales ya existentes, tanto entre los Estados miembros actuales como con los países que van a acceder próximamente a la UE. La Acción trata, además, de completar el mercado único de electricidad y gas, mejorando la interconexión entre las redes eléctricas europeas y potenciando las conexiones con el norte de África y el norte y este de Europa, áreas que suministran energía a los países comunitarios. El tercer ámbito de actuación en infraestructura es el de las telecomunicaciones. La Unión Europea tiene el objetivo de asegurar para 2005 el acceso generalizado a las comunicaciones de banda ancha, así como estimular la oferta en regiones distantes, rurales o desfavorecidas, y la demanda, creando o fomentando servicios que utilizan estas tecnologías.

En el ámbito de la investigación, el programa recuerda el objetivo establecido en la Agenda de Lisboa de alcanzar una inversión en I+D del 3% del PIB en 2010 (en la actualidad no llega al 2%), lo que implica aumentar la inversión privada y pública a una tasa anual del 8% (en el presente crece al 1,3%). Se espera que la iniciativa privada se ocupe de dos terceras partes de este esfuerzo inversor. Para ello, se fomentará la inversión en infraestructuras para la investigación, parques científicos, innovación industrial, proyectos de I+D, tecnologías de información y comunicaciones, y la financiación de centros de educación y adiestramiento, a través de una inversión creciente en educación y una mejor integración con las políticas de empleo y sociales.

Dentro de este marco de actuaciones, el Consejo Europeo aprobó en diciembre un conjunto de actuaciones prioritarias, conocido como Programa de Puesta en Práctica Inmediata, para asegurar que un nivel sustancial de inversión se pone en marcha antes de finales de 2006. Para ello se han seleccionado proyectos de inversión maduros, que pueden iniciarse inmediatamente o en plazo muy breve, poniendo énfasis en los enlaces de transporte transfronterizos.

Para financiar estos proyectos, los países no deberán aumentar sus presupuestos públicos, sino modificar la composición del gasto, haciendo un uso óptimo de la financiación comunitaria existente y dejando que la iniciativa privada sea la que lleve la mayor parte del peso de la inversión. Con el fin de aumentar los incentivos para la participación del sector privado en la provisión de infraestructuras, se contempla promover las asociaciones con el sector público (conocidas como *public-private partnerships* o PPP), de forma que sea la iniciativa privada la propietaria de los activos físicos y la que preste los servicios de infraestructura, siendo el Estado el que le proporcione, en contrapartida, un flujo adecuado de ingresos. En la financiación de este tipo de proyectos y en los referentes al desarrollo del capital humano, se estudia involucrar en mayor medida al Banco Europeo de Inversiones y desarrollar nuevos instrumentos de garantía, fondos de capital especializados y operaciones de financiación estructuradas. También se quiere fomentar la titulación de la financiación concedida por los bancos para proyectos de infraestructuras, lo que generaría liquidez que podría reinvertirse en otros proyectos de este tipo. Para dar una idea de la envergadura de los proyectos, en el cuadro adjunto se incluye información sobre los fondos comprometidos en los diversos campos de actuación.

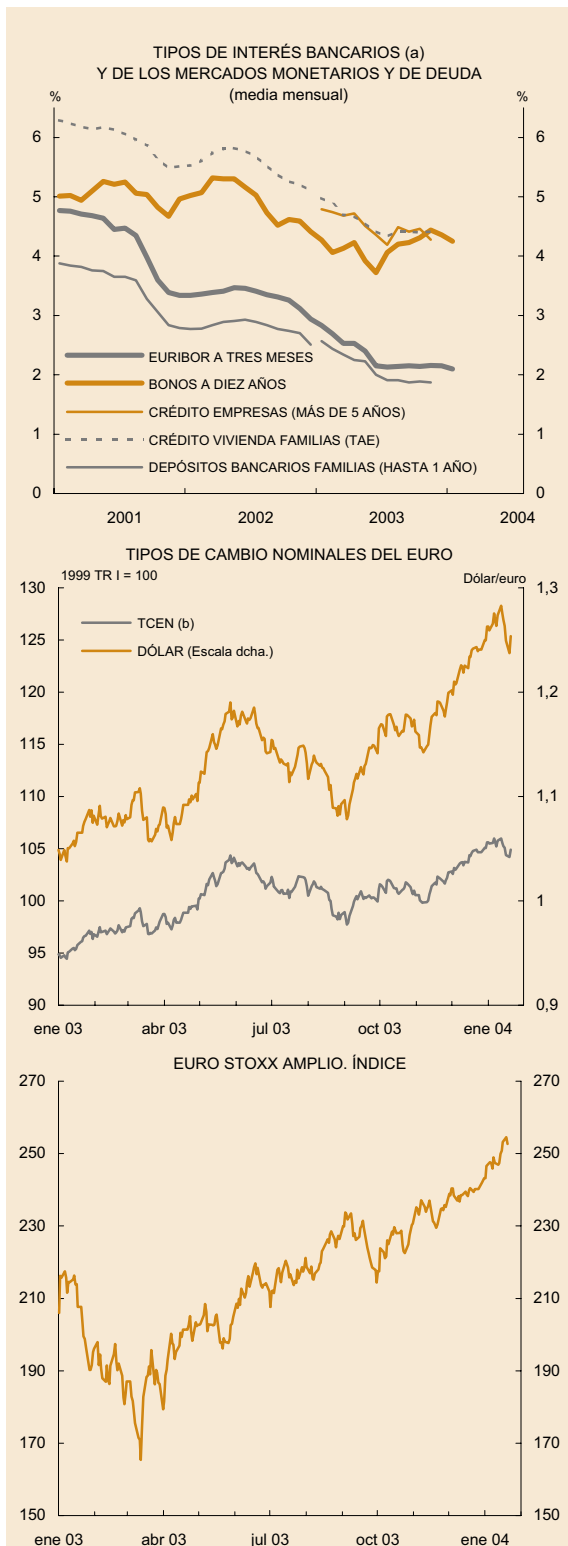
## Financiación comprometida en los distintos ámbitos

ÁMBITO DE ACTUACIÓN	mm	% PIB	plazo
<b>REDES TRANSEUROPEAS (TEN)</b>			
<b>Transporte (TEN-T)</b>			
Inversión total	220,0	3,0	Hasta 2020
De la cual:	160,0	2,2	Hasta 2010
Fondos UE Redes TEN-T	0,6	...	Anuales
Fondos BEI dispositivo inversión TEN	50,0	0,7	2004-2010
Fondo Cohesión (infraestructuras)	1,5	...	2000-2006
<b>Galileo (red europea satélites navegación)</b>			
Fondos UE Redes TEN-T	0,6	...	2002-2005
6º Programa-Marco I+D	0,1	...	2003-2006
<b>Banda ancha y redes transeuropeas electrónicas (eTEN)</b>			
Fondos estructurales	5,5	0,1	2002-2007
Redes electrónicas eTEN	0,4	...	2000-2005
6º Programa-Marco I+D	4,0	0,1	2000-2006
<b>CONOCIMIENTO</b>			
<b>Investigación y desarrollo (I+D)</b>			
6º Programa-Marco I+D	17,5	0,2	2003-2006
Fondos estructurales	10,5	0,1	2000-2006
Fondos BEI Iniciativas «i2i» e «Innovación 2010»	50,5	0,7	2000-2010
Fondo Europeo Inversiones para Fondos de Capital Riesgo	2,5	...	...
<b>Innovación y adiestramiento relacionado con investigación</b>			
Fondo Social Europeo: adiestramiento	27,0	0,4	2000-2006

Fuente: Comisión Europea.

GRÁFICO 12

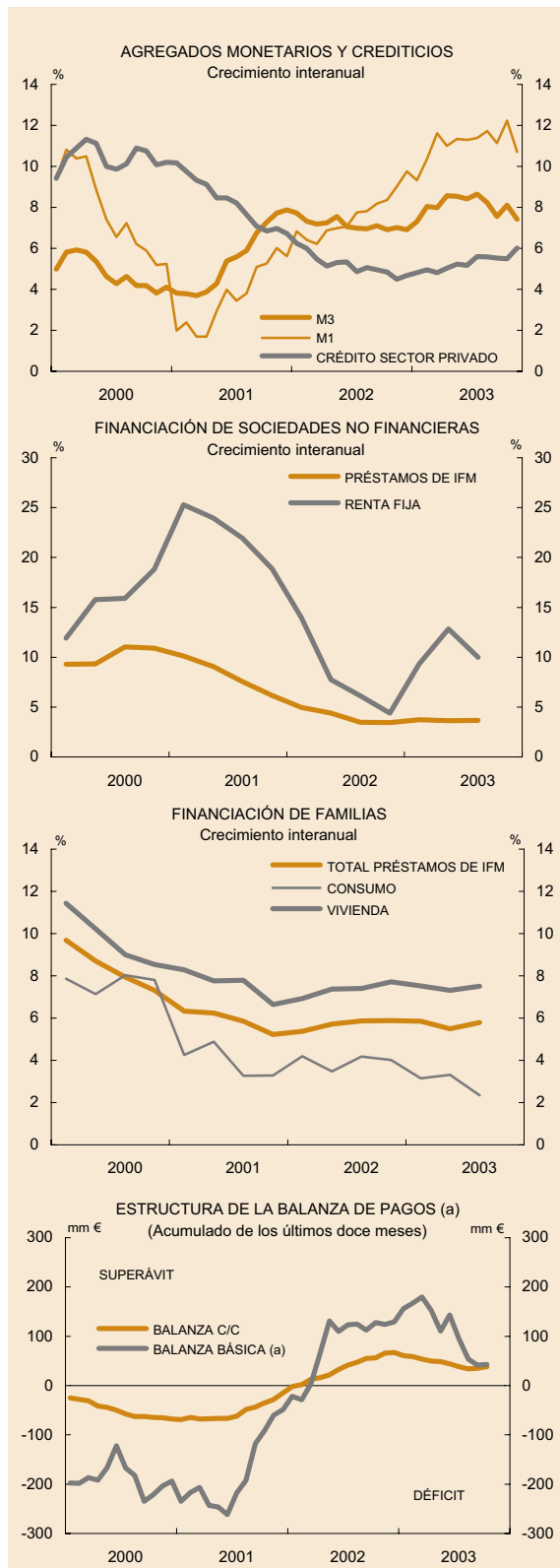
### Tipos de interés de la zona del euro Tipo de cambio y bolsa



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.  
(a) Datos obtenidos de las nuevas estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE, correspondientes a nuevas operaciones.  
(b) Índice de tipo de cambio efectivo nominal. Grupo reducido de monedas definidas por el BCE.

GRÁFICO 13

### Agregados monetarios y crediticios y balanza de pagos



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.  
(a) La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

decidió mantener, en el tramo final de 2003, los tipos de interés oficiales en los niveles acordados el pasado 5 de junio. De esta forma, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación, a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito permanecieron en el 2%, el 1% y el 3%, respectivamente.

La evolución de los tipos de interés de los mercados monetarios ha mostrado dos fases diferenciadas desde el final del tercer trimestre de 2003, como puede apreciarse en el gráfico 11. Durante los meses de octubre y noviembre, las curvas de rendimientos se desplazaron al alza a partir, aproximadamente, del plazo de tres meses, reflejando expectativas de subidas de tipos de interés en torno a la primavera de 2004, que se justificaban por un clima económico que se perfilaba como más favorable y por un ligero empeoramiento de las perspectivas inflacionistas. Sin embargo, desde comienzos de diciembre se produjo una revisión a la baja de tales expectativas —posiblemente vinculada a la agudización de la apreciación de la divisa europea frente al dólar—, como resultado de la cual, a finales de enero, los mercados parecen asignar una probabilidad muy baja a la elevación de los tipos de interés oficiales antes de finales del próximo verano. De esta forma, el EURIBOR a un año volvió a niveles del 2,2%, similares a los vigentes en verano de 2003. En los mercados secundarios de deuda, las rentabilidades a diez años se han movido ligeramente a la baja en el conjunto del trimestre, hasta situarse, en los últimos días de enero, en torno al 4,2% (véase gráfico 12).

Finalmente, en los mercados de renta fija privada, la mejora del clima económico ha favorecido la disminución paulatina de los *spreads* de los bonos corporativos. Por su parte, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a sus operaciones de crédito con familias y empresas han continuado a niveles históricamente reducidos. En consonancia con el resto de las bolsas internacionales, los mercados bursátiles del área han mostrado recientemente un comportamiento positivo. En el último trimestre del año, el índice Dow Jones EURO STOXX amplió se revalorizó en torno a un 16%, cerrando el ejercicio 2003 con una rentabilidad acumulada del 18%. En las primeras semanas del año 2004, este recorrido alcista ha continuado, apoyado en el mantenimiento de las favorables perspectivas económicas globales.

Como ya se ha mencionado, la acusada apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar durante la última parte del año ha constituido uno de los aspectos más destacados de la evolución económica del área en el período objeto de análisis, aunque en los últimos días ha estado sometido a algunas oscilaciones. Desde finales de septiembre, tras la reunión del G-7 en Dubai, donde se emitió un comunicado que abogaba por una mayor flexibilidad cambiaria al objeto de favorecer un ajuste ordenado de los desequilibrios mundiales, el euro ha acumulado una apreciación algo inferior al 10% frente al dólar. En términos efectivos nominales, la apreciación de la moneda única europea ha sido más reducida, alcanzando el 4% en el mismo período.

En los últimos meses, el agregado monetario M3 ha mostrado una senda de moderada desaceleración, aunque su tasa de variación interanual siguió siendo elevada (7,1% en diciembre). El incipiente proceso de reasignación en las carteras del público hacia activos financieros a más largo plazo, con mayor rentabilidad y riesgo, podría resultar coherente con la disminución de la incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros. Los datos disponibles sobre el crédito al sector privado evidencian la continuación del proceso de suave aceleración iniciado en el trimestre anterior, situándose la tasa de crecimiento interanual en el 5,7% en diciembre. Esta evolución resulta acorde con el contexto de reactivación económica que se ha observado a lo largo de la segunda mitad del año y con el mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables. La financiación concedida a familias y, en particular, la destinada a la adquisición de vivienda ha seguido siendo el componente más dinámico del crédito bancario. En cuanto a la evolución de la oferta de crédito por sectores, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del tercer trimestre apunta a una disminución de la proporción de instituciones que declara haber endurecido las condiciones de concesión de préstamos a las empresas del área. Por el contrario, en el tercer trimestre aumentó el número de entidades que afirmaban haber adoptado una actitud más restrictiva por lo que se refiere al crédito concedido a las familias, si bien las entidades preveían aplicar, en el cuarto trimestre, criterios más laxos al componente de crédito al consumo. Es preciso tener presente, no obstante, que la reducida historia de dicha encuesta aconseja que estos resultados sean interpretados con cautela.

## 4. La economía española

Las estimaciones de la CNTR del tercer trimestre de 2003 reflejaron un fortalecimiento de la demanda nacional de la economía española en ese período, en el que su ritmo de crecimiento se elevó hasta el 3,4%, en tasa real interanual. A ello contribuyeron el renovado dinamismo del consumo privado y, en menor medida, del gasto en construcción, mientras que la inversión en bienes de equipo se desaceleró (véase gráfico 14). Por su parte, el sector exterior aumentó ligeramente su aportación negativa al crecimiento del producto, hasta -1,1 pp, de forma que el incremento interanual del PIB se situó en el 2,4%, una décima por encima del observado en el segundo trimestre. La información disponible para el cuarto trimestre indica un comportamiento algo menos expansivo de la demanda interna, que habría registrado un avance próximo al 3%, en un contexto de cierta moderación del consumo de los hogares, de estabilidad del gasto en capital fijo y con una contribución de la variación de existencias inferior a la del trimestre anterior. No obstante, la aportación negativa al crecimiento del sector exterior se habría mitigado considerablemente, debido a la pérdida de impulso de las importaciones, más intensa que la de las exportaciones. En consecuencia, se estima que el PIB experimentó un incremento real del 2,6%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2003, situando el crecimiento en el promedio del año en el 2,4%.

El aumento del producto en el conjunto del año 2003, cuatro décimas mayor que el del año anterior, fue el resultado del fortalecimiento de la demanda interna, que creció un 3,2%, y, en especial, de la inversión en equipo, tras el comportamiento negativo de esta variable en 2002. El consumo también intensificó su crecimiento, apoyado en la recuperación del empleo y en las ganancias de riqueza de los hogares, en tanto que la inversión en construcción solo se moderó levemente y siguió siendo el componente más dinámico del gasto. Por el contrario, la aportación del sector exterior alcanzó los -0,9 pp, reflejo de una recuperación de las importaciones más intensa que la de las exportaciones, en un contexto en el que la economía española aumentó su diferencial de crecimiento respecto a la zona del euro.

Desde la óptica de la actividad y de acuerdo con los indicadores disponibles, en el cuarto trimestre de 2003 el valor añadido habría crecido a un ritmo interanual similar al del tercero, al haberse prolongado la recuperación en las ramas agrícolas y haberse detenido el debilitamiento mostrado por la industria en el tercer trimestre; los servicios tendieron a estabilizar su tasa de variación, mientras que la actividad constructora registró una cierta desaceleración. En el conjunto del año, el rasgo más destaca-

ble fue la recuperación de la industria, aunque también la agricultura y los servicios de mercado mejoraron su comportamiento en relación con 2002, en tanto que el valor añadido de la construcción continuó avanzando a tasas elevadas aunque algo inferiores a las del año anterior. El empleo mostró un perfil de moderada recuperación entre el primer y el segundo semestre de 2003, estimándose que el número de puestos de trabajo aumentó en torno al 1,8% en el conjunto del año, tres décimas más que en 2002. En la economía de mercado, se observó un comportamiento más estable del empleo a lo largo de los tres primeros trimestres de 2003, cuando avanzó a tasas de entre el 1,8% y el 1,9%, acompañado de ganancias muy modestas de la productividad aparente del trabajo; la información disponible indica que el año finalizó con una suave aceleración de los ocupados. Por ramas de actividad, la creación de puestos de trabajo se concentró en la construcción y, en menor medida, en los servicios.

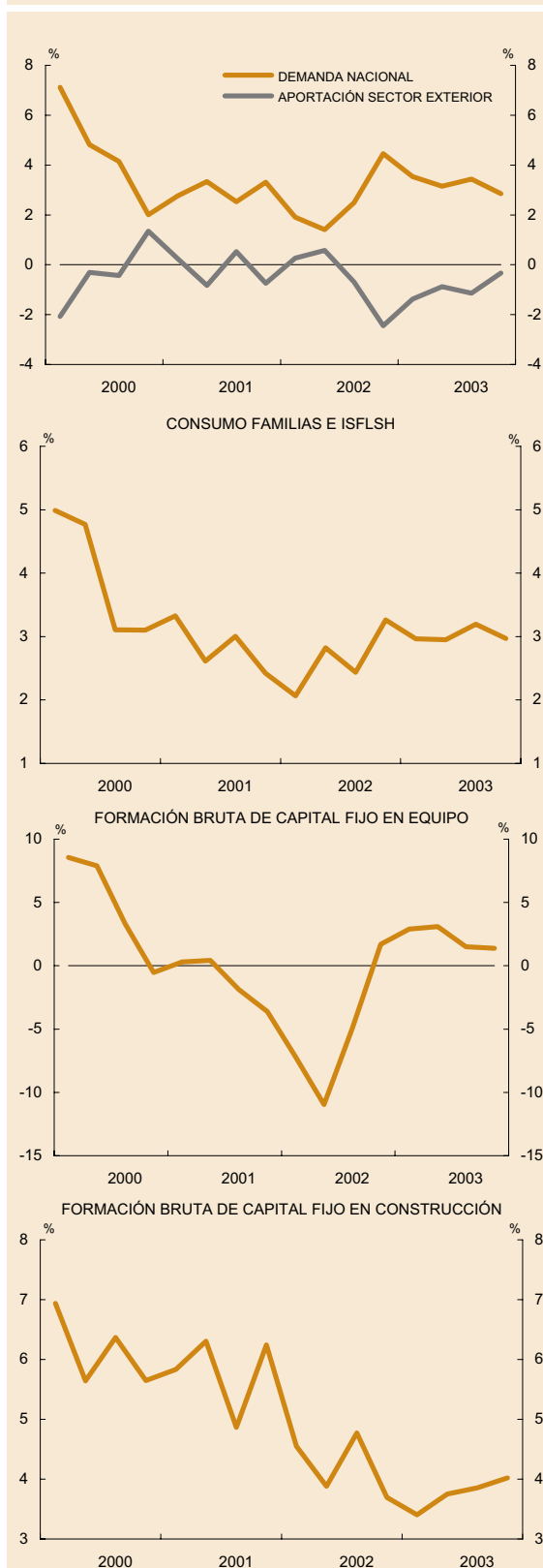
Por último, en el año 2003 el comportamiento de los salarios vino impulsado por un mayor crecimiento de las tarifas salariales que en 2002 y por el pago de los atrasos derivados de las cláusulas de salvaguarda de ese año, lo que se tradujo en un repunte de la remuneración por asalariado en la economía de mercado, especialmente marcada al comienzo del ejercicio. No obstante, a lo largo del año se observó una progresiva moderación del crecimiento de la remuneración, que se transmitió a la evolución de los costes laborales por unidad de producto. Por otra parte, la evolución expansiva de los márgenes empresariales perdió intensidad en relación con 2002. Ambos factores explican el recorte en el ritmo de crecimiento del deflactor del PIB en el transcurso de 2003. A la moderación de los precios también contribuyeron los precios exteriores, en un contexto de apreciación del tipo de cambio, de forma que, en términos del IPC, el descenso de la tasa de inflación superó 1 pp, quedando situada en el 2,6% en diciembre.

#### 4.1 Demanda

El gasto en consumo final de los hogares españoles, en términos reales, registró un crecimiento elevado en los tres primeros trimestres de 2003, que, en tasa interanual, se incrementó ligeramente en el tercer trimestre, hasta el 3,2%, como consecuencia, en gran medida, de su desaceleración un año antes (véase gráfico 14). La información disponible para el cuarto trimestre indica que la fortaleza del consumo continuó en ese período, cerrando el año 2003 con un crecimiento medio del 3%. El dinamismo del consumo privado en el pasado año estuvo

GRÁFICO 14

#### Principales agregados de la demanda Tasas de variación interanual (a)

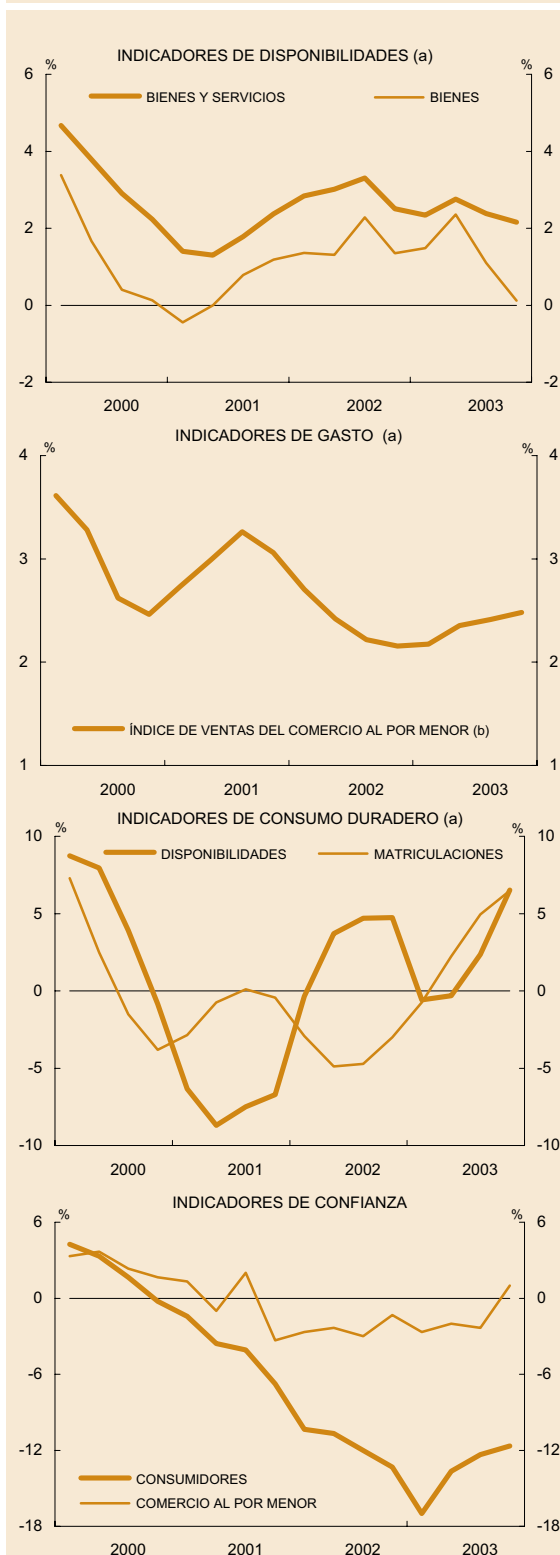


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
(a) Calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.



GRÁFICO 15

## Indicadores de consumo privado



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Dirección General de Tráfico y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Deflactado por el IPC.

basado en el sólido crecimiento de la renta real de las familias, que lo hizo compatible con un ligero avance de su tasa de ahorro, en la permanencia de unas condiciones financieras holgadas y en el aumento de la riqueza de este sector, factores que también se reflejaron en una mejora gradual de la percepción de la situación económica por parte de las familias.

Entre los indicadores del consumo privado, representados en el gráfico 15, las disponibilidades de bienes de consumo, estimadas con información todavía incompleta para el cuarto trimestre, han mostrado una tendencia descendente, atenuada por la evolución de las disponibilidades de servicios. Otros indicadores más directamente relacionados con el gasto han registrado comportamientos más positivos, como el índice de ventas al por menor, en términos reales, o el indicador de confianza, que se situó en diciembre en el nivel más alto del año. Dentro del consumo, la adquisición de bienes duraderos ha experimentado una fortaleza especial; en particular, las matriculaciones de automóviles se incrementaron sustancialmente en el último trimestre del año, consolidando la recuperación observada en los dos trimestres anteriores.

Entre los determinantes del consumo, la renta real disponible creció a una tasa próxima a la del año anterior, en un contexto de reducción de la inflación. A precios corrientes, el mayor avance de la masa salarial —resultado principalmente del mayor crecimiento del empleo— se vio contrarrestado por una contribución algo menos expansiva de las transferencias netas de las Administraciones Públicas (AAPP) y de las rentas no salariales. Como ya se ha señalado, la evolución de la riqueza de las familias también apoyó el crecimiento del consumo, al prolongarse la significativa revalorización de los activos inmobiliarios y producirse a la vez una recuperación en las cotizaciones bursátiles, que ha impulsado la riqueza financiera. En conjunto, el consumo se aceleró cuatro décimas en 2003, en relación con el año 2002, a pesar de lo cual se mantuvo el proceso de recuperación de la tasa de ahorro de las familias.

En el tercer trimestre de 2003, el consumo final de las AAPP registró un crecimiento del 3,6%, en tasa interanual, una décima por debajo del período precedente, y se estima que esta tendencia de ligera desaceleración pudo prolongarse en el cuarto trimestre, en línea con la evolución de los gastos de personal, que se observa en la ejecución presupuestaria del Estado.

La formación bruta de capital fijo aumentó un 3,1% interanual en el tercer trimestre del pasado año, tres décimas menos que en el segundo

trimestre, frenando la senda de recuperación iniciada en el verano de 2002. La pérdida de dinamismo se limitó a la inversión en bienes de equipo, que se desaceleró en 1,6 puntos porcentuales y creció un 1,5% interanual, mientras que el gasto en construcción experimentó un avance del 3,9%, una décima más que en el período previo, y la inversión en otros productos —que recoge, en su mayor parte, el gasto en servicios relacionados con la construcción— experimentó un repunte algo mayor. De la información disponible se desprende que en los últimos meses de 2003 la formación bruta de capital fijo habría registrado un ritmo de crecimiento similar al del trimestre anterior, sin variaciones significativas entre sus principales componentes.

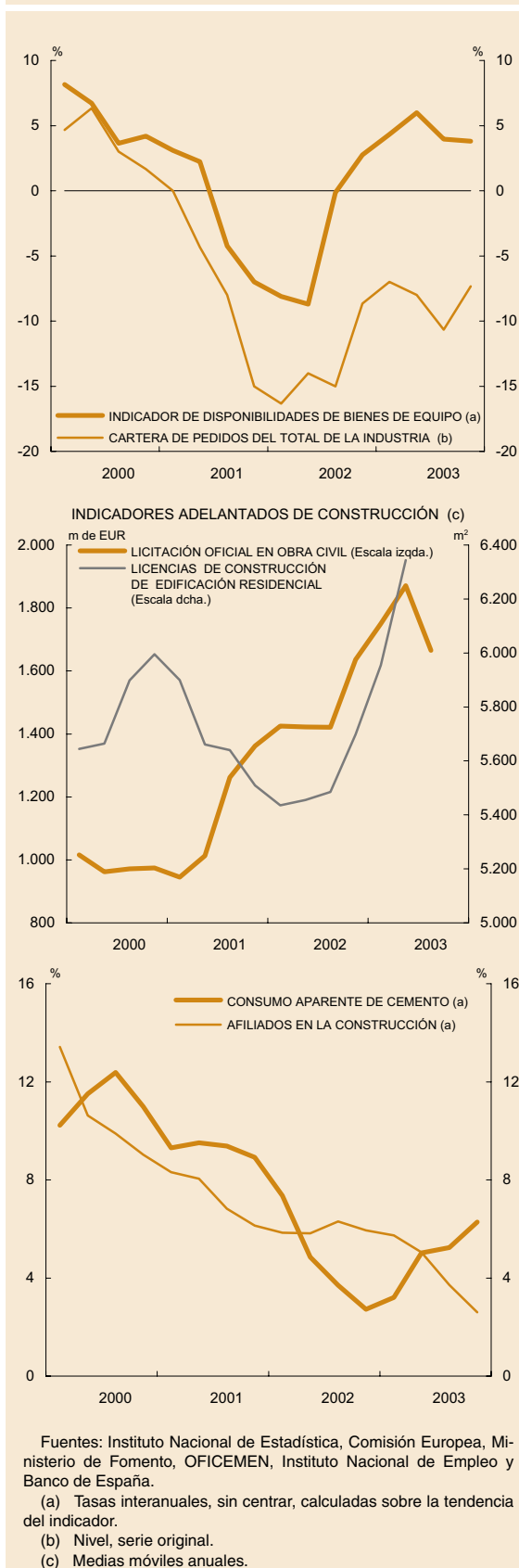
Los indicadores correspondientes a la inversión en bienes de equipo señalan que en el cuarto trimestre de 2003 podría haberse producido una ligera pérdida de ritmo adicional (véase gráfico 16). En particular, con información todavía incompleta, las disponibilidades de bienes de equipo habrían perdido fuerza en ese período, a pesar del comportamiento sostenido de la producción interior. Entre los indicadores más representativos de las condiciones de demanda, se observan comportamientos contrapuestos; así, la previsión de cartera de pedidos de los productores de bienes de equipo mejoró en los últimos meses del año, como también lo hizo la cartera de pedidos de la industria en su conjunto; no obstante, la utilización de la capacidad productiva en la industria se ha reducido ligeramente —si bien se mantiene por encima de su media histórica— y el indicador de confianza industrial empeoró en el cuarto trimestre respecto al tercero.

La información sobre sociedades no financieras recopilada por la Central de Balances y referida a los tres primeros trimestres de 2003 señala que, en un marco de moderada recuperación de su actividad, las empresas representadas mantuvieron una situación financiera favorable: la rentabilidad ordinaria sigue en niveles elevados, en tanto que las reducciones experimentadas por los tipos de interés han situado el coste de la financiación ajena en mínimos históricos. De esta forma, el diferencial entre las *ratios* de rentabilidad y de coste ha continuado ofreciendo valores positivos y crecientes con respecto a los períodos anteriores. Por tanto, las empresas españolas siguen situadas en un punto de partida favorable frente a la recuperación de la economía mundial, en particular, de la zona euro.

Por lo que se refiere a la inversión en construcción, el vigoroso crecimiento mantenido por este agregado a lo largo del año 2003 vino acompañado por una tendencia de ligera aceleración hasta el tercer trimestre, que podría ha-

GRÁFICO 16

### Indicadores de formación bruta de capital fijo



berse prolongado en el último período del año, como apuntan, entre los indicadores contemporáneos de esta actividad, el consumo aparente de cemento y la producción de algunos materiales empleados en la construcción. Sin embargo, los indicadores de empleo parecen haber perdido dinamismo respecto al tercer trimestre, especialmente el número de afiliados (véase gráfico 16).

Los indicadores relacionados con las iniciaciones de obras avalarían el mantenimiento de un ritmo de avance elevado en la construcción, al menos en lo referido a la edificación residencial. Las estadísticas de visados y de licencias (con información hasta octubre y julio, respectivamente) indican que la superficie de edificación residencial para construir creció en 2003 a tasas muy superiores a las registradas en 2002. En cuanto a la edificación no residencial, los indicadores señalan también una recuperación en relación con el año 2002. Por último, el valor de la obra civil licitada por las Administraciones Públicas y por las Entidades Públicas del Estado del Grupo Fomento solo aumentó un 2,9% hasta septiembre, por la pérdida de pulso observada en el tercer trimestre de 2003 y a pesar de los fuertes crecimientos registrados en la primera mitad del año.

De acuerdo con los resultados de la CNTR, la inversión en existencias tuvo una aportación positiva de dos décimas al crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre de 2003, compatible con la información proporcionada por la encuesta de coyuntura industrial, que ha mostrado un aumento en los niveles de existencias en esa actividad, en relación con los deseados, a lo largo del año.

Como ya se ha señalado, en el tercer trimestre de 2003 la demanda exterior neta detraxo 1,1 puntos porcentuales del crecimiento interanual del producto, en un contexto de fuerte desaceleración de los flujos reales de comercio exterior, más intensa en la vertiente de exportaciones, que situaron su tasa de crecimiento interanual en el 2,5%, que en el de las importaciones, cuyo avance se moderó hasta el 5,7%. En cualquier caso, el avance de las exportaciones continuó superando al crecimiento del comercio mundial, a pesar del intenso deterioro de la competitividad de los productos españoles frente al conjunto de países desarrollados, derivada de la elevada fortaleza del euro en este período. La información aún muy incompleta correspondiente al trimestre final de 2003 apunta hacia un comportamiento algo menos contractivo de la demanda exterior neta, en un contexto internacional caracterizado por la incipiente recuperación de la zona del euro; según dicha información, las ventas exteriores habrían

prolongado el tono moderado del trimestre anterior, mientras que las importaciones habrían acusado una desaceleración más intensa, reflejando, en parte, la comparación con los elevados niveles alcanzados en el mismo período del año anterior (véase gráfico 17). No obstante, no cabe excluir un efecto contractivo adicional derivado de la intensa apreciación experimentada por el euro en los últimos meses sobre las ventas al exterior.

Según la CNTR, las exportaciones reales de bienes moderaron notablemente su ritmo de avance interanual en el tercer trimestre de 2003, hasta el 3,8%, desde el 10,8% del trimestre anterior. Asimismo, las cifras de Aduanas mostraron una desaceleración en ese período, que se habría consolidado en octubre, mes en el que las ventas exteriores registraron un incremento interanual del 4,4%, en términos reales, muy próximo al del tercer trimestre. La valoración de este único dato para el cuarto trimestre requiere cierta cautela, si bien la evolución tendencial del indicador, recogida en el gráfico 17, apunta una moderación, coherente con la lentitud de la recuperación en la zona del euro y con la pérdida de competitividad, derivada de la intensa apreciación del euro. En el conjunto de los diez primeros meses del año, las exportaciones de bienes crecieron un 7%, en términos reales, cifra que combina un avance del 5,5% en las ventas destinadas a los mercados comunitarios —destacando las dirigidas a Alemania, Italia y Francia— y un crecimiento del 10,3% de las exportaciones extra-comunitarias, en un contexto de fuerte descenso de sus precios en euros. Las ventas a China, África y los países del centro y este de Europa reflejaron un notable dinamismo, mientras que las exportaciones a los nuevos países industrializados se debilitaron notablemente. Por grupos de productos, en el período enero-octubre, las exportaciones reales de bienes de equipo se incrementaron un 16,8%; las de bienes de consumo también reflejaron un buen tono, como consecuencia, principalmente, del comportamiento expansivo de las ventas de automóviles. Finalmente, las ventas reales de bienes intermedios no energéticos se han ralentizado.

En el tercer trimestre de 2003, los ingresos reales por turismo atenuaron la recuperación observada en el trimestre anterior, avanzando un 0,7% interanual. Este resultado es coherente con la ralentización experimentada por los indicadores de turismo en ese período. Los datos del último trimestre, aún incompletos, señalan un nuevo empeoramiento de los indicadores reales: el número de pernoctaciones de extranjeros en hoteles, el indicador más próximo al gasto, retomó un comportamiento negativo en los meses de octubre y noviembre, mientras que los turistas extranjeros entrados por fronte-

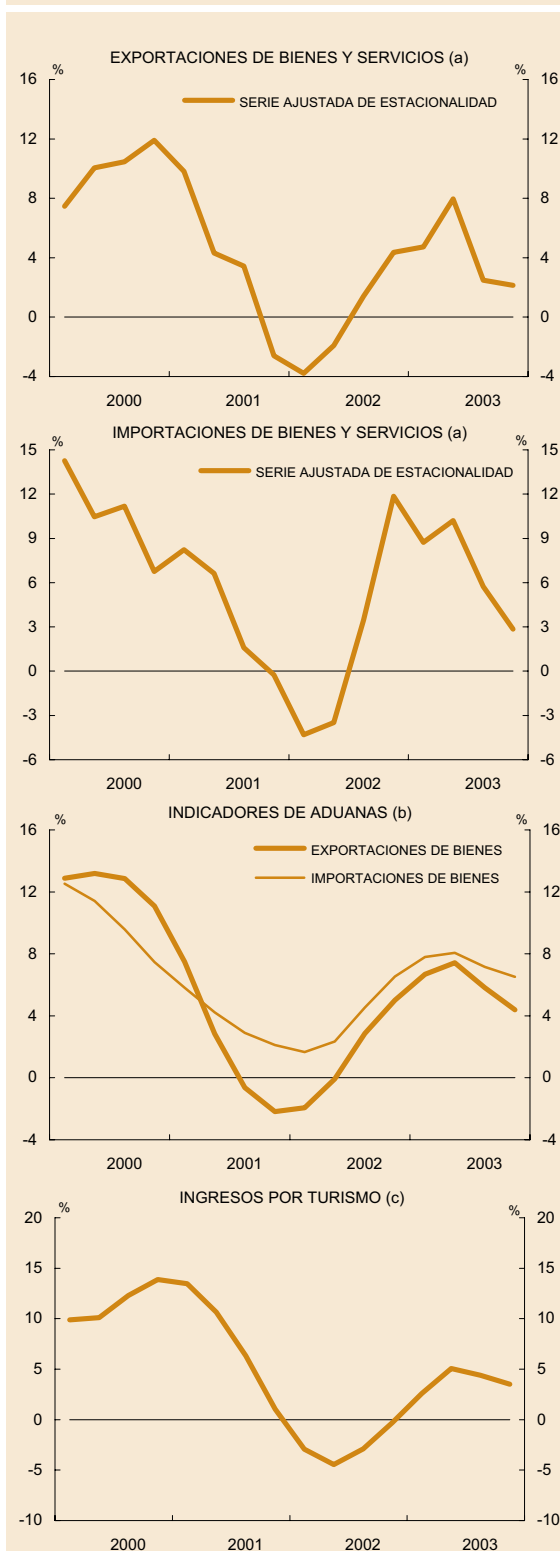
ras se estancaron en ese período. Por países de procedencia, cabe mencionar el tirón del turismo británico, frente al retroceso de otros mercados europeos. El estancamiento económico de la zona del euro sería el principal factor determinante de este comportamiento del turismo receptor, aunque la evolución adversa de los indicadores de competitividad, principalmente frente a los países competidores, debida a la creciente fortaleza del euro, también estaría influyendo en la afluencia de turistas. Por otra parte, los servicios no relacionados con el turismo intensificaron su perfil de desaceleración en el tercer trimestre de 2003, hasta situarse en tasas reales negativas (-2,4%), en línea con la tónica descendente que mantuvo el indicador nominal de Balanza de Pagos.

Durante el tercer trimestre de 2003, las importaciones reales de bienes atenuaron su ritmo de avance interanual hasta el 7,2%, desde el 11,5% del trimestre anterior, conservando a pesar de ello un tono elevado, que cabe explicar por la fortaleza de la demanda interna y la notable apreciación del euro. Las cifras de Aduanas también mostraron una desaceleración de las importaciones durante el tercer trimestre (7,8%), que se ha intensificado notablemente en octubre, con un crecimiento real apenas positivo (0,8%). La desaceleración del último mes fue consecuencia de la fuerte ralentización experimentada por las compras de bienes de equipo y del retroceso de las de bienes de consumo no duradero y bienes intermedios. No obstante, en el conjunto de los diez primeros meses de 2003 las importaciones registraron un incremento real elevado, destacando el intenso avance de las compras de bienes de equipo (17,3%); las importaciones reales de bienes de consumo crecieron un 9,9% en ese período, sobresaliendo las compras de alimentos y también las de manufacturas de consumo y automóviles. Sin embargo, los bienes intermedios no energéticos mostraron un perfil de notable desaceleración en el transcurso del ejercicio, acumulando un incremento del 5,2% hasta octubre. Por su parte, las importaciones reales de bienes intermedios energéticos se incrementaron un 0,4% entre enero y octubre, acusando el fuerte descenso del primer trimestre, que coincidió con una intensa escalada de los precios del petróleo.

Por último, las importaciones reales de servicios descendieron un 2,6% en el tercer trimestre, intensificando el perfil de desaceleración iniciado el trimestre anterior. Cabe mencionar el retroceso que registraron las importaciones de servicios no turísticos (-2,6%), acorde con la evolución de esta rúbrica en la Balanza de Pagos. Los pagos por turismo crecieron un 5% real, impulsados por la apreciación del euro.

GRÁFICO 17

### Comercio exterior Tasas de variación interanual



Fuentes: INE, Ministerios de Economía y Hacienda y Banco de España.

- (a) Datos de la CNTR a precios constantes.
- (b) Series deflactadas de ciclo-tendencia.
- (c) Serie nominal de ciclo-tendencia.



## 4.2. Producción y empleo

Como se ha señalado al inicio de este epígrafe, en el tercer trimestre se produjo una recuperación de la actividad en las principales ramas productivas, con la excepción de la industria (véase gráfico 18). En las ramas pesquera y agraria, la mejora de la actividad observada en el primer semestre de 2003 tuvo su continuidad en el tercer trimestre, período en el que su VAB creció un 1,8%, aún cuando las condiciones climatológicas no fueron las más propicias para muchos cultivos agrícolas. Este comportamiento expansivo ha debido de tener continuidad en los meses finales del año, favorecido por la excelente cosecha olivarera; por su parte, la evolución expansiva de la uva y de los cítricos habría compensado ampliamente los recortes de producción en el resto de cultivos. La producción animal ha mostrado un vigor decreciente, destacando la contracción de la producción láctea desde finales de 2002. Las perspectivas iniciales para 2004 son optimistas, dado el inicio del año hidrológico, que ha registrado un 23% más de precipitaciones que la media histórica, para el conjunto del período octubre-diciembre.

Tras un período de crecimiento estable, la rama de industria y energía perdió tono en el tercer trimestre de 2003, al recortarse en seis décimas en su tasa de crecimiento interanual, que se situó en el 1,5%. A esta pérdida de vigor no fue ajena la desaceleración de las exportaciones, que habían venido impulsando la actividad industrial. No obstante, en los meses finales de 2003 se está observando un nuevo impulso. Entre la información coyuntural disponible, el índice de producción industrial (IPI) registró sendas mejoras en los meses de octubre y noviembre, superando la ralentización observada en el tercer trimestre. Este impulso se concentró en la producción de bienes de equipo e intermedios, mientras que los bienes de consumo registraron caídas de su producción. Por su parte, el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea retrocedió ligeramente en los meses finales de 2003 —si bien el índice de clima industrial publicado por el Ministerio de Ciencia y Tecnología tendió a mejorar—. En cualquier caso, la aparente expansión de la actividad no se estaría trasladando todavía al empleo, que, según la información proporcionada por los afiliados a la Seguridad Social, mantuvo en el cuarto trimestre el perfil contractivo de trimestres anteriores.

Al igual que el gasto en construcción, la actividad constructora volvió a mostrar un elevado dinamismo en el tercer trimestre de 2003, registrando incluso una ligera aceleración. El crecimiento interanual de su VAB se incrementó en una décima, hasta el 4%, según la CNTR, man-

teniéndose como el sector más dinámico de la economía. La información disponible para el cuarto trimestre confirma que este sector continuó mostrando un elevado pulso, aunque algunos indicadores contemporáneos apuntan ya una desaceleración. Como se señaló al comentar el gasto, los indicadores de carácter adelantado muestran que la edificación residencial conserva un potencial expansivo, mientras que el resto de usos de edificación registra una mayor atonía. La licitación oficial de obra civil, por su parte, también ha experimentado una notable pérdida de ritmo.

La actividad en rama de los servicios se aceleró cuatro décimas en el tercer trimestre, creciendo un 2,3% interanual. Esta aceleración fue común a los servicios de mercado y no de mercado, aunque resultó ser mucho más acusada en el primer caso, con una aceleración de cuatro décimas también, hasta el 2,4%, mientras que en el segundo fue de una sola décima (1,8%). La información coyuntural disponible señalaría que en los meses finales de 2003 los servicios de mercado registraron también un comportamiento expansivo: el número de afiliados a la Seguridad Social en estas actividades experimentó un impulso entre octubre y diciembre, tras haberse desacelerado en el tercer trimestre, y el indicador de confianza del sector mejoró sensiblemente en ese mismo período; únicamente el indicador sintético para los servicios de mercado (ISIS) estabilizó su ritmo de avance en el cuarto trimestre. A nivel desagregado, la mayor parte de las actividades incluidas en los servicios de mercado registró un mayor empuje en el trimestre final del año. La rama de comercio y reparación superó la pérdida de dinamismo experimentada en el tercer trimestre, según señalarían el índice de ventas del comercio al por menor y las afiliaciones a la Seguridad Social; el indicador de confianza del comercio minorista también reflejó una mejora en el conjunto del cuarto trimestre, basada en una valoración más positiva de la evolución actual de los negocios. La rama de actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales presentó asimismo un tono positivo, recogido por la aceleración de las afiliaciones a la Seguridad Social, que aumentaron incluso en el sector de informática e I+D. El sector hostelero también finalizó 2003 en una fase de revitalización, como indica la afiliación; no obstante, la pérdida de tono de las pernoctaciones en octubre y noviembre matiza dicha expansión. Por último, la afiliación en las actividades de transporte y comunicaciones registró un menor pulso en el cuarto trimestre.

Según la CNTR, en el tercer trimestre de 2003 el empleo consolidó la senda de recuperación iniciada a principios de año, al registrar un crecimiento interanual del 1,9%, frente al



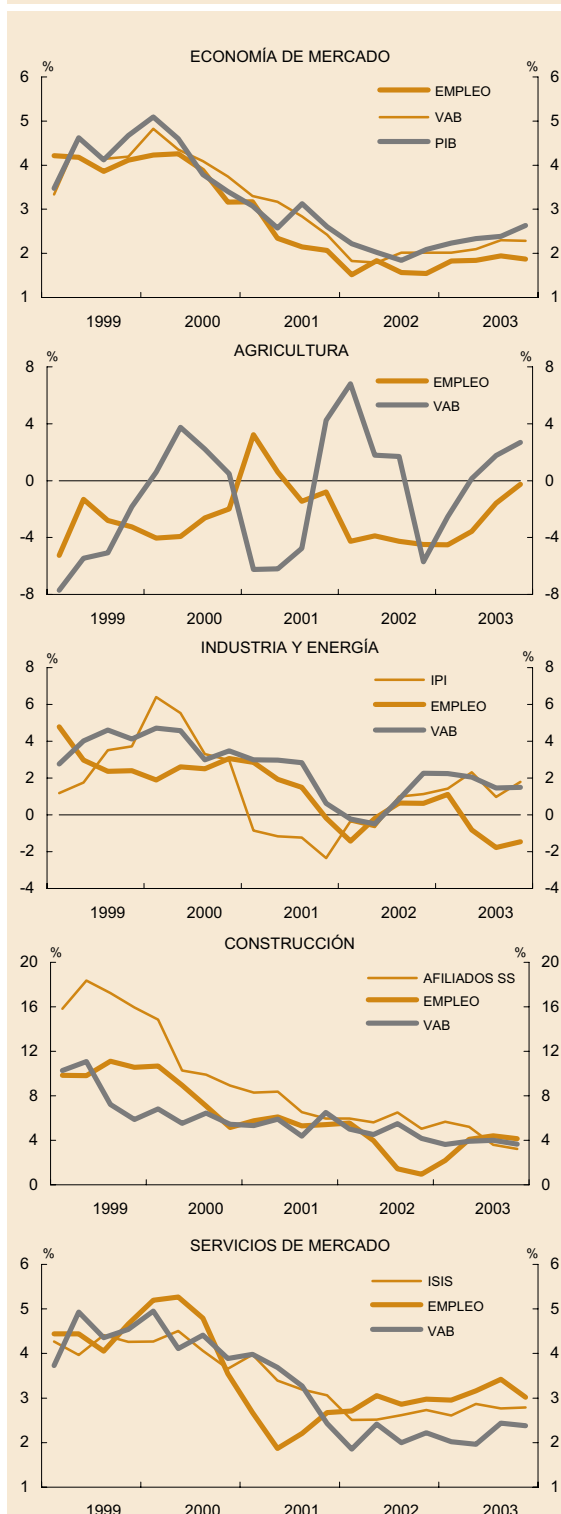
1,7% del trimestre anterior. La aceleración del empleo fue algo más intensa que la registrada por el PIB, de forma que la productividad aparente del trabajo volvió a experimentar un crecimiento modesto (0,5%), en línea con su comportamiento en los últimos años. En la economía de mercado, el empleo se aceleró ligeramente, hasta el 1,9%, de forma que, también en este caso, la productividad aparente del trabajo registró ganancias muy reducidas (0,3%), en línea con su avance en 2002, aunque por encima del crecimiento del primer semestre.

Los principales indicadores reflejaron la fortaleza relativa del empleo en el tercer trimestre, aunque con algunas diferencias: la EPA arrojó un aumento interanual del número de ocupados del 2,8% en ese período, 0,2 pp por encima del observado en el segundo trimestre, mientras que las afiliaciones a la Seguridad Social, aunque mantuvieron un crecimiento elevado, se desaceleraron ligeramente, hasta el 2,8%. En el último trimestre del año, las afiliaciones mostraron, no obstante, una leve recuperación, con un crecimiento medio del 2,9% en el cuarto trimestre, a pesar de la fuerte reducción del mes de diciembre. Según la estadística de contratación del INEM, el número de contratos firmados experimentó una suave recuperación en el tercer trimestre, tras la caída del segundo trimestre, que se ha afianzado en el cuarto, cuando el crecimiento interanual del número de contratos se ha elevado al 8,1%, debido en gran medida a la contratación temporal. Finalmente, la información de la EPA correspondiente al cuarto trimestre, aparecida cuando se cerraba este Boletín, ha mostrado una nueva aceleración del empleo, con una tasa de crecimiento interanual de los ocupados del 3%, 0,2 pp por encima del crecimiento observado en el tercer trimestre. En conjunto, se estima que en el cuarto trimestre de 2003 el empleo habrá crecido a un ritmo incluso algo superior al del trimestre anterior, lo que, en un contexto de recuperación adicional del PIB, supone prolongar la trayectoria de ganancias reducidas de la productividad aparente del trabajo en la economía de mercado.

Por ramas de actividad, en el cuarto trimestre el número de puestos de trabajo registró una nueva aceleración en las ramas de servicios y en la agricultura, mientras que se mantuvo estable el fuerte ritmo de crecimiento del empleo en la construcción y se intensificó el proceso de destrucción de empleo en la industria, con un descenso del 3%. Esta evolución del empleo en el cuarto trimestre implica el mantenimiento de crecimientos muy elevados de la productividad en esta rama, mientras que en la construcción y en los servicios habrían continuado los retrocesos de la productividad aparente del trabajo observados en trimestres anteriores.

GRÁFICO 18

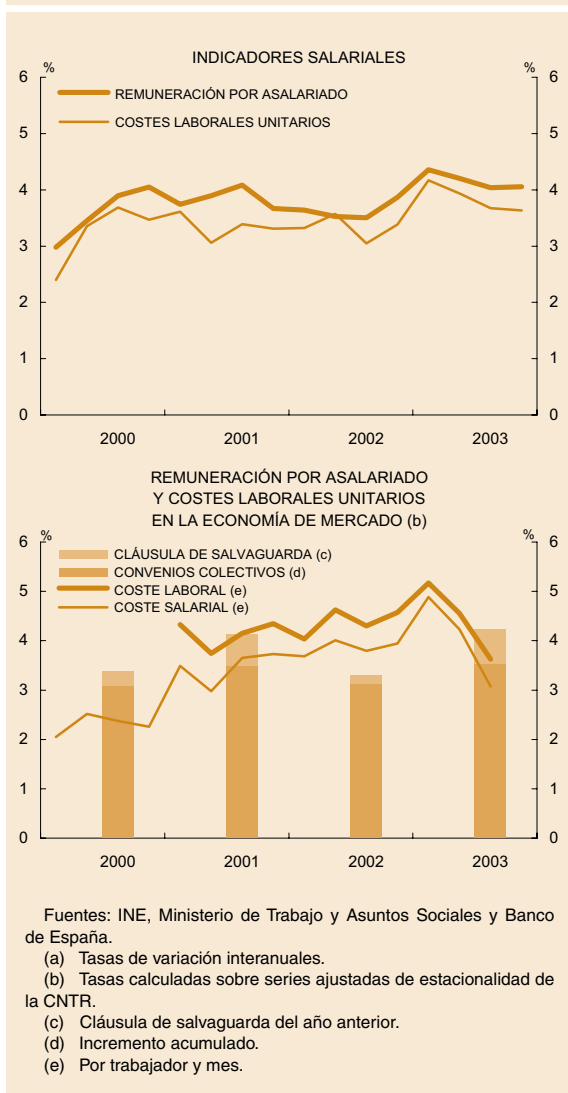
### Valor añadido bruto y empleo por ramas de actividad Tasas interanuales (a)



Fuentes: INE y Banco de España.

(a) Series ajustadas de estacionalidad. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.

GRÁFICO 19

**Evolución de los salarios y costes laborales (a)**


Por otra parte, el aumento del empleo en el cuarto trimestre volvió a ser notable en el colectivo de trabajadores asalariados, cuya tasa de crecimiento interanual, según la EPA, fue del 3,4%, frente al 3,5% anterior; los trabajadores por cuenta propia aumentaron un 1%, por encima del trimestre precedente. Según esta estadística, la tasa de asalariados con contrato indefinido mantuvo el buen comportamiento de los trimestres anteriores, creciendo un 3,4% —no obstante, esta tasa fue cinco décimas inferior a la del trimestre precedente—, mientras que la de los trabajadores con contrato temporal registró una nueva aceleración, al crecer un 3,3%. En conjunto, el empleo temporal elevó su contribución positiva al crecimiento interanual del empleo asalariado, mientras que la *ratio* de temporalidad se mantuvo en el 30,7%. La información de contratos del INEM coincide en sus rasgos básicos con la anterior: en el cuarto trimestre, se

observó un leve crecimiento del 0,2% de los contratos indefinidos (su peso se situó en el 8,3% del total de contratos firmados), al tiempo que los contratos temporales se incrementaron en un 8,8%. Esta evolución de los contratos y de los asalariados se tradujo, sin embargo, en un nuevo descenso de la rotación en el mercado de trabajo. No obstante, el menor peso de los contratos de duración inferior a un mes ha venido acompañado de un aumento de los que se firman para una semana o menos.

La población activa conserva un notable dinamismo. En el cuarto trimestre registró, según la EPA, un avance interanual del 2,7% en el tercer trimestre, que supone una suave aceleración respecto al trimestre anterior (2,5%). La fortaleza de la oferta de trabajo es consecuencia de la senda ascendente que está siguiendo la tasa de actividad, que se situó en el 55,4% en el cuarto trimestre, lo que representa un aumento de 1,1 pp en el último año—. Este incremento de la participación en el mercado de trabajo está siendo más intenso entre las mujeres, los más jóvenes y los más formados, si bien persisten diferenciales muy importantes en cuanto a la participación laboral entre distintos colectivos: las mujeres, los mayores de 45 años y las personas con menor nivel de formación presentan tasas de participación notablemente inferiores a la media. Por su parte, la tasa de desempleo se situó en el cuarto trimestre tres décimas porcentuales por debajo de su nivel un año antes, en el 11,2%, mientras que en promedio la tasa de desempleo se situó en el año 2003 en el 11,3%, 0,1 pp por debajo de la de 2002. El paro registrado en las oficinas del INEM mantuvo el comportamiento de los últimos trimestres, con un aumento del 1,4% interanual, tras crecer un 1,3% en el trimestre anterior.

### 4.3. Costes y precios

De acuerdo con la CNTR, el coste laboral por unidad de valor añadido creció un 3,3% en el tercer trimestre, en el conjunto de la economía, algo menos que en el trimestre precedente, como consecuencia de la moderación en el avance de la remuneración por asalariado, que aumentó un 3,7%, en un contexto de estabilidad de la productividad aparente de trabajo. En la economía de mercado los costes laborales unitarios aumentaron un 3,3% y la remuneración un 4%, siguiendo un perfil similar de moderación (véase gráfico 19).

Según el Índice de Costes Laborales (ICL), principal indicador de la remuneración por asalariado en las actividades de mercado, el aumento interanual de los costes laborales por trabajador y mes en el tercer trimestre de 2003 fue del 3,6%, resultado de un aumento del

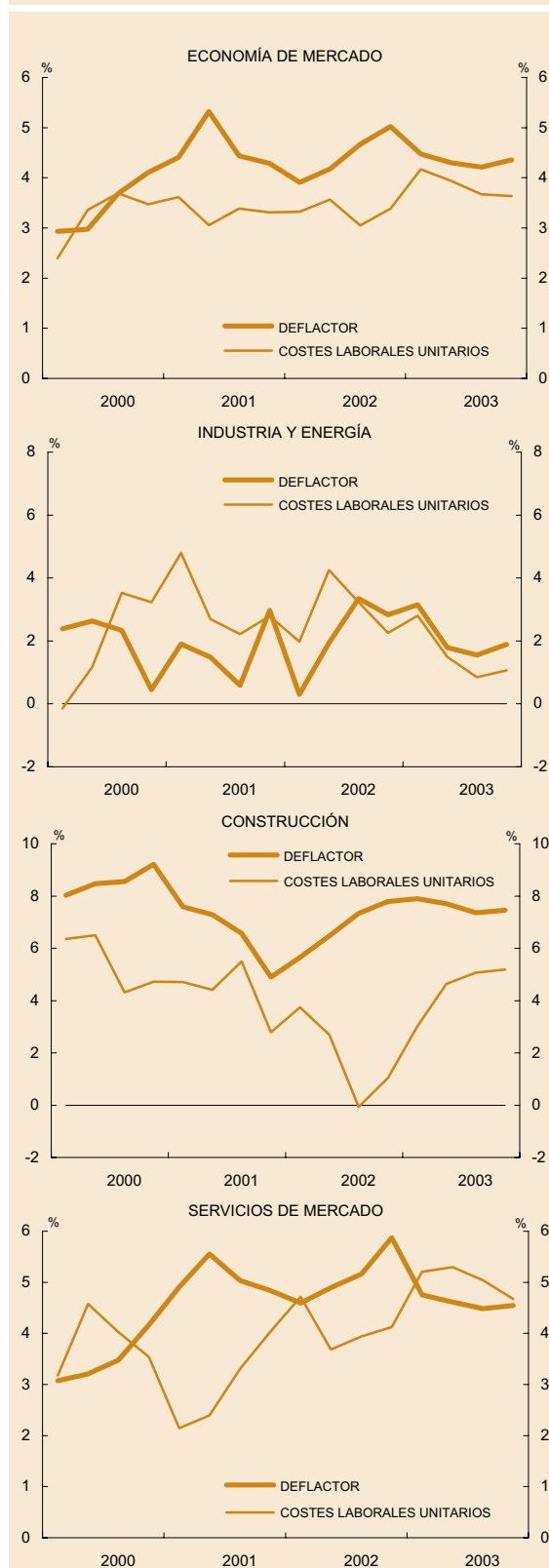
3,1% en el componente salarial y del 5,2% en los costes no salariales. Estos datos suponen una desaceleración de los costes laborales de un punto porcentual respecto al segundo trimestre. La ralentización del coste salarial tuvo su origen en la evolución del coste salarial ordinario y en el menor incremento de los pagos extraordinarios, mientras que los atrasos se aceleraron ligeramente. Por su parte, los otros costes se desaceleraron en tres décimas. Por ramas de actividad, el crecimiento del coste laboral por persona y mes se redujo en 1,1 pp en la industria y los servicios (hasta el 4,4% y el 2,9%, respectivamente), mientras que se incrementó ligeramente en la construcción.

En cuanto a la información de los convenios colectivos, los registrados hasta el pasado 31 de diciembre incorporaban un incremento medio de las tarifas salariales del 3,5%, cuatro décimas más que el observado en 2002, antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. Estos convenios afectaban ya a algo más de 8 millones de trabajadores, la mayoría de ellos con convenios revisados. Con datos hasta noviembre, en los convenios revisados el incremento pactado se situaba en el 3,5%, mientras que en los de nueva firma era del 3,6%, subida que se encuentra por encima de lo pactado por los agentes sociales en el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva 2003, aunque en algunos casos puede estar recogiendo el efecto de la desviación entre la inflación observada en 2002 y la referencia de la previsión oficial. Por su parte, se estima que el efecto de la activación de las cláusulas de salvaguarda salarial por la desviación de la inflación en 2002 sobre el incremento salarial pactado para ese año fue de 0,7 pp, lo que eleva el crecimiento medio de las tarifas salariales en ese año hasta el 3,8%. Se espera que el porcentaje de convenios con cláusulas de salvaguarda en 2003 sea similar al del año anterior (superior al 70%), aunque es previsible que su impacto sea mucho más reducido, dada la evolución más favorable de la inflación.

En el contexto de la ligera desaceleración que se acaba de describir para los costes laborales, el deflactor del valor añadido —una medida de las presiones internas sobre los precios— tendió asimismo a moderar su avance en el tercer trimestre de 2003, continuando la trayectoria del primer semestre, aunque el margen de explotación unitario siguió ampliándose en el conjunto de la economía. En la economía de mercado, el deflactor se desaceleró en una décima (creciendo el 4,2% en tasa interanual), observándose también un repunte del excedente unitario (véase gráfico 20). Como se observa en este gráfico, en el tercer trimestre el deflactor del valor añadido en las actividades de industria y energía se desaceleró tres décimas,

GRÁFICO 20

## Precios y costes por ramas de actividad (a)

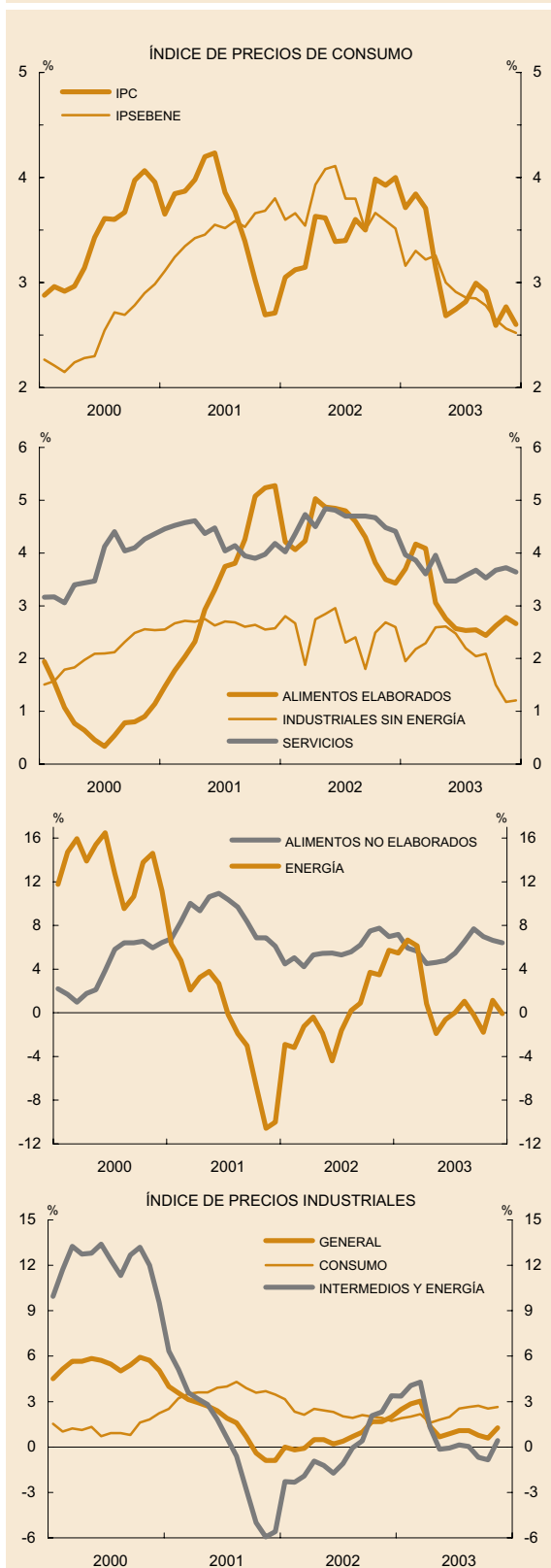


Fuentes: INE y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

GRÁFICO 21

### Indicadores de precios (a) España



Fuente: INE.  
(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

hasta crecer el 1,5%, mientras que los costes laborales unitarios lo hicieron en menor medida, de forma que el excedente unitario se recuperó y mantuvo un ritmo de crecimiento superior al de los precios. Como se ha señalado antes, en estas actividades se ha observado un avance importante de la productividad, que está detrás de la moderación de los costes laborales y que se ha conseguido a través de una reducción neta del empleo. En los servicios de mercado, el deflactor creció algo menos que en el trimestre anterior, mientras que los costes laborales unitarios se desaceleraron en mayor medida, manteniéndose la tendencia al estrechamiento del margen unitario. Por último, en la construcción, los costes laborales unitarios se aceleraron, acompañados de una caída en la productividad aparente del trabajo, mientras que el deflactor se desaceleró, de forma que la ampliación del margen unitario fue menos intensa que en el pasado reciente.

En el tercer trimestre de 2003, el deflactor de la demanda final se aceleró en dos décimas, hasta alcanzar una tasa interanual del 2,9%, a pesar de la ralentización del deflactor del PIB y, por tanto, de las presiones interiores de costes. Esta evolución refleja el comportamiento de los precios exteriores, que experimentaron una acusada aminoración en su ritmo de caída, en el tercer trimestre. La fortaleza del euro frente al dólar y la estabilización del precio del petróleo en los mercados internacionales han sido los principales determinantes de la favorable evolución de los precios de importación, particularmente de los bienes energéticos. Cabe destacar que, sin embargo, los precios de importación de los bienes intermedios no energéticos han seguido registrando tasas de crecimiento sostenidas.

Entre los precios finales, los del consumo privado, medidos por el deflactor correspondiente, se aceleraron en una décima en el tercer trimestre de 2003, hasta el 3,1%, tras la abultada corrección a la baja experimentada en el primer semestre. Esta evolución coincide con la mostrada por el principal indicador de estos precios, el IPC, cuyo crecimiento se estabilizó en tasas del 2,9%, en el período comprendido entre julio y septiembre. En el último trimestre del pasado año, sin embargo, el indicador experimentó una ralentización adicional, y situó su tasa de variación interanual en el 2,6% en diciembre (véase gráfico 21).

Dentro del IPC, los precios de los bienes industriales evolucionaron muy favorablemente en el cuarto trimestre, en especial los no energéticos, debido al comportamiento moderado de los precios del vestido y el calzado. Los precios de consumo de la energía, aunque con

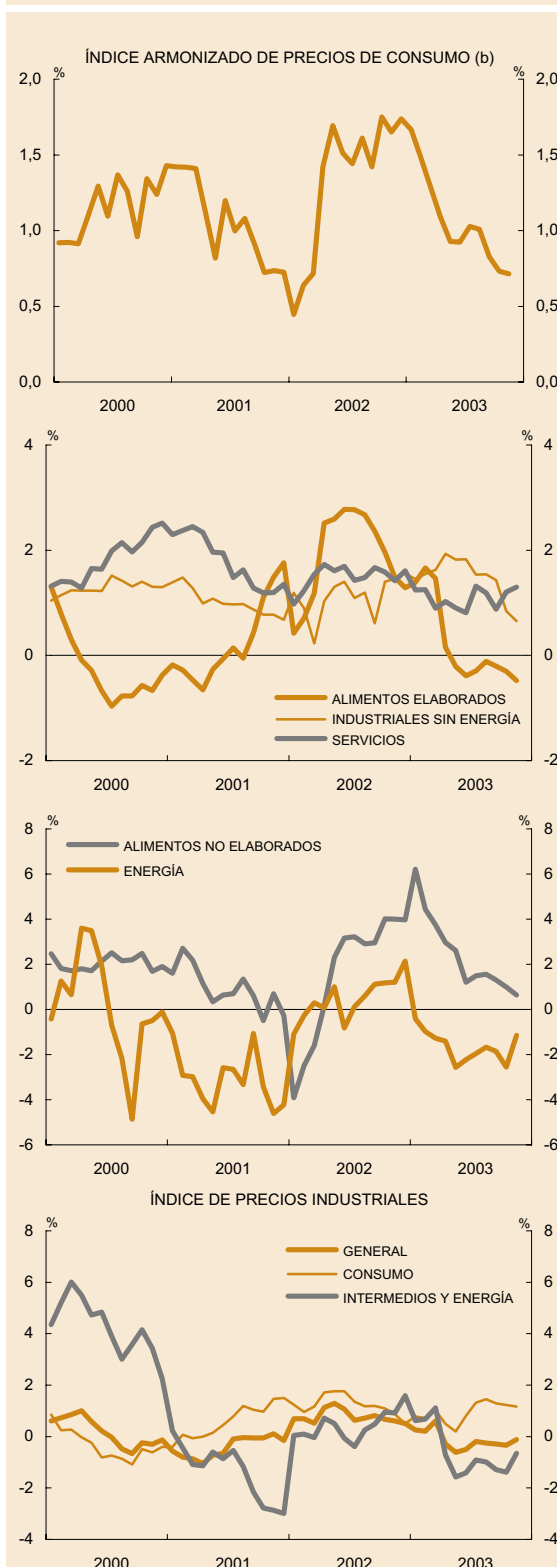
una evolución más oscilante, también se desaceleraron en el conjunto del trimestre, en el que la evolución del precio del crudo en los mercados internacionales se ha caracterizado por una relativa estabilidad, interrumpida por tensiones puntuales, que han venido sobradamente compensadas por la depreciación del dólar. No obstante, estas tensiones se han visto intensificadas en los primeros días de 2004, cuando se han llegado a superar los 32 dólares por barril de crudo. Por otra parte, los aumentos de precios de los alimentos no elaborados tendieron a normalizarse en el cuarto trimestre de 2003, tras los acusados deslizamientos de los meses estivales. Por último, los precios de los servicios y de los alimentos elaborados experimentaron ligeros repuntes, que se vieron sobradamente compensados por la mejora de otros componentes. Cabe señalar que la ralentización del IPC general en el último trimestre vino acompañada de un descenso en el ritmo de avance del IPSEBENE, que registró un aumento interanual del 2,5% en diciembre.

La inflación española medida por el IAPC se redujo en casi tres décimas entre septiembre y diciembre, mientras que en el conjunto de la UEM disminuyó en dos décimas, de forma que el diferencial de inflación se estrechó adicionalmente hasta los 0,7 pp (véase gráfico 22). Por componentes, el diferencial en el caso de los servicios ha aumentado, mientras que el de los bienes se ha comprimido sustancialmente. Tanto los diferenciales de inflación de la energía como los de los alimentos elaborados se mantuvieron favorables a nuestro país, deteriorándose algo en el primer caso y mejorando ligeramente en el segundo. Los deslizamientos observados en los precios de los alimentos no elaborados se prolongaron en la zona euro hasta el cuarto trimestre, mientras que en España se corrigieron, de forma que el correspondiente diferencial se redujo en más de un punto porcentual. Por último, la desaceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos en España ha permitido que el diferencial se haya estrechado, hasta situarse por debajo del punto porcentual al finalizar el año.

Entre los restantes indicadores de precios, el índice de precios industriales (IPRI) finalizó el año 2003 con un aumento interanual en diciembre del 1,1%, revertiendo, en parte, la aceleración registrada en los meses anteriores. La desaceleración de diciembre tuvo su origen, fundamentalmente, en el comportamiento de los precios de producción de la energía. Los precios de fabricación de los bienes de consumo crecieron establemente en torno al 2,6% hasta noviembre, situándose en el 2,4% en diciembre, mientras que los correspondientes a los bienes intermedios continuaron mostrando

GRÁFICO 22

### Indicadores de precios Diferenciales con la UEM (a)



Fuentes: Eurostat y Banco de España.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

(b) Hasta diciembre de 2001, las series corresponden a las publicadas en esa fecha.



CUADRO 3

## Estado. Ejecución presupuestaria

me y %

	Liquidación 2002	Variación porcentual 2002/2001	Avance de liquidación	Variación porcentual 2003/2002	Liquidación ENE-SEP Variación porcentual 2003/2002	Liquidación		
	1	2	3	4=3/1	5	2002 ENE-NOV	2003 ENE-NOV	Variación porcentual 8=7/6
<b>1. Ingresos no financieros</b>	<b>108.456</b>	<b>-13,4</b>	<b>108.437</b>	<b>0,0</b>	<b>1,6</b>	<b>99.585</b>	<b>101.115</b>	<b>1,5</b>
Impuestos directos	55.531	-0,3	57.082	2,8	3,5	50.620	51.388	1,5
IRPF	32.268	-11,5	33.079	2,5	7,4	30.362	30.582	0,7
Sociedades	21.420	24,4	22.151	3,4	-1,9	18.520	19.230	3,8
Otros (a)	1.843	-8,4	1.852	0,5	-8,7	1.737	1.576	-9,3
Impuestos indirectos	38.026	-28,5	38.269	0,6	-0,5	36.429	37.656	3,4
IVA	25.720	-25,8	26.296	2,2	1,7	25.064	26.662	6,4
Especiales	10.347	-37,7	9.819	-5,1	-7,7	9.569	9.027	-5,7
Otros (b)	1.959	4,7	2.154	9,9	8,7	1.796	1.968	9,6
Otros ingresos	14.898	-8,8	13.086	-12,2	0,6	12.537	12.071	-3,7
<b>2. Pagos no financieros</b>	<b>111.082</b>	<b>-13,3</b>	<b>113.647</b>	<b>2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>99.917</b>	<b>102.017</b>	<b>2,1</b>
Personal	17.554	4,3	18.536	5,6	5,4	15.328	16.079	4,9
Compras	2.843	11,3	3.123	9,9	9,3	2.355	2.484	5,5
Intereses	18.863	3,3	19.990	6,0	1,2	18.681	19.284	3,2
Transferencias corrientes	58.324	-24,4	58.246	-0,1	-1,6	52.560	52.227	-0,6
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.043	9,0	7.227	2,6	10,5	5.739	6.279	9,4
Transferencias de capital	6.455	-5,3	6.525	1,1	3,8	5.254	5.664	7,8
<b>3. Saldo de caja (3=1-2)</b>	<b>-2.626</b>	<b>...</b>	<b>-5.210</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>-332</b>	<b>-902</b>	<b>...</b>
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:								
Ingresos no financieros	108.387	-12,5	109.770	1,3	1,4	100.469	101.677	1,2
Pagos no financieros	111.807	-12,4	113.390	1,4	1,6	94.757	96.521	1,9
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)</b>	<b>-3.420</b>	<b>...</b>	<b>-3.620</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>5.712</b>	<b>5.156</b>	<b>...</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda.

(a) Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

(b) Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

(c) Las cifras son conformes con el criterio del Protocolo sobre Déficit Excesivo.

un comportamiento muy moderado, igual que los de los bienes de equipo. En la zona euro la evolución de los precios de producción industrial ha sido bastante similar a la ocurrida en España, alcanzando una tasa interanual del 1,4% en el mes de noviembre. No obstante, la aceleración de los precios de producción de la energía hasta ese mes resultó algo más intensa en el caso español, contribuyendo a un ligero empeoramiento del diferencial de inflación. Por otra parte, los precios percibidos por los agricultores, aunque continúan mostrando un crecimiento muy abultado (11,9% en octubre), han registrado un recorte notable en su ritmo

de avance. Por último, los precios hoteleros han evolucionado establemente en tasas en torno al 2% en los meses finales de 2003.

#### 4.4. La actuación del Estado

Tras la aprobación y publicación a finales de diciembre de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2004 (véase recuadro 3), en enero se presentó la Actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España, con proyecciones fiscales para el período 2003-2007. El Programa, que no modifica el escena-

# Presupuesto de gastos y principales medidas presupuestarias para 2004

En este recuadro se presenta de forma muy resumida la información de los Presupuestos Generales del Estado (PGE) relativa a las distintas actuaciones de tipo discrecional que configuran el impacto de las AAPP sobre la actividad económica. En particular, se repasan el límite de gasto del Estado, las políticas de gasto consolidado, la inversión empresarial impulsada desde los Presupuestos y, finalmente, las principales medidas presupuestarias para el año 2004.

Por el lado del gasto, y de acuerdo con las directrices establecidas en la Ley de Estabilidad Presupuestaria, el Pleno del Congreso estableció en la primavera de 2003 el límite máximo de gasto no financiero del Estado para el año 2004, que quedó fijado en 117.260 millones de euros, un 2,4% por encima del límite establecido el año anterior. Esta tasa es inferior a la que se prevé para el PIB nominal, por lo que debería contribuir favorablemente a la consolidación fiscal.

Los PGE ofrecen una comparación de los Presupuestos iniciales de gasto consolidado del Estado, los organismos autónomos y la Seguridad Social por funciones para los años 2003 y 2004. De acuerdo con esta información, las políticas de gasto que registrarán mayor impulso, con crecimientos superiores a los del PIB nominal, serán las de justicia y seguridad ciudadana, gasto social (en especial, los gastos destinados al fomento del empleo y a la incapacidad temporal) y las actuaciones inversoras en infraestructuras e investigación. Por otra parte, disminuirá el peso de los gastos destinados a los pagos por intereses y a las Administraciones territoriales (estos últimos, afectados por los cambios llevados a cabo en los sistemas de financiación de dichas entidades). Todo ello implica una reducción del gasto consolidado de 5 décimas porcentuales con relación al PIB. No obstante, si se eliminan de este total las partidas correspondientes a la financiación de la deuda y a las Administraciones territoriales, el gasto crecerá un 6,2%, por encima del PIB nominal previsto, lo que en un contexto de recuperación de la actividad económica dota al presupuesto de gastos de un ligero tono expansivo.

Hay que tener en cuenta, además, que el gasto de inversión que se computa en el Presupuesto consolidado de gastos no incorpora la inversión en infraestructuras realizada por empresas (públicas o privadas) que no forman parte del sector Administraciones Públicas de la CN, a las que el Estado facilita recursos a través de operaciones financieras para el fomento de infraestructuras y proyectos tecnológicos industriales. El volumen de inversión realizado por este conjunto de entidades ha crecido de manera sustancial en los últimos años (en torno al 26% de media anual en los tres últimos años). De acuerdo con la información proporcionada por los PGE, los recursos destinados a este tipo de inversión aumentarán un 16,9% en el año 2004, por lo que, en conjunto, la suma de inversión del sector público empresarial y del Estado crecerá un 11,3%.

Las medidas de gasto introducidas por la Ley de Presupuestos para 2004 y por la Ley de Acompañamiento atenuan, como el año pasado, los criterios restrictivos en la contratación de personal al servicio de las Administraciones Públicas que estuvieron en vigor en años anteriores —la tasa de reposición se mantiene en el 100%—, mientras que las tarifas salariales aumentan en línea con la inflación prevista (2%), pero se introduce una mejora en las pagas extraordinarias de los funcionarios y se efectúa una primera dotación al fondo de pensiones para este colectivo, que el Programa de Estabilidad evalúa en 55 millones de euros. En el ámbito de las prestaciones económicas, las pensiones se actualizan de acuerdo con la evolución prevista para el IPC en 2004 (2%) y se introducen mejoras en las pensiones más bajas, en especial en las de viudedad. Finalmente, cabe citar la dotación al Fondo de Reserva de las Pensiones, que este año ascenderá a 3.008 millones de euros.

Por lo que respecta a los ingresos, las novedades incluidas en los Presupuestos son muy reducidas. Cabe mencionar, en relación con el fomento del empleo, el incremento previsto en las bonificaciones en las cuotas empresariales por contratación estable de trabajadores, que se incrementa más de un 20% (1) (en línea con lo establecido en el Acuerdo para la Mejora y el Desarrollo del Sistema de Protección Social) y la elevación de la reducción en la aportación empresarial en las cotizaciones a la Seguridad Social por contingencias comunes a los trabajadores mayores de 60 años. Ambas medidas tenderán a disminuir los ingresos. En sentido contrario, hay que señalar, en el ámbito del IRPF, la decisión de no actualizar la tarifa del impuesto (2) ni los mínimos personal y familiar y, en el impuesto sobre sociedades, la introducción de nuevos incentivos fiscales a las actividades de I+D+i. Finalmente, cabe mencionar la congelación de los tipos de los impuestos especiales, lo que naturalmente tendrá un efecto contractivo sobre los ingresos.

(1) El Real Decreto-Ley 2/2003 de Medidas de Reforma Económica introdujo la bonificación total de cotizaciones durante un año a las mujeres que se reincorporen a su trabajo tras la maternidad. Además, entre las medidas aprobadas por dicho Real Decreto-Ley figura la ampliación de la cobertura por incapacidad temporal para los trabajadores por cuenta propia, por lo que se elevan los tipos de cotización para esa contingencia en 1,5 puntos porcentuales.

(2) La reforma parcial del IRPF implementada en 2003 tendrá un impacto adicional de 800 millones de euros en 2004.

CUADRO 4

## Balanza de Pagos: resumen (a)

me

	ENERO-OCTUBRE	
	2002	2003
	Ingresos	Ingresos
<b>Cuenta corriente</b>	<b>196.443</b>	<b>206.109</b>
Mercancías	110.281	116.962
Servicios	55.754	57.650
<i>Turismo</i>	<i>30.540</i>	<i>31.777</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>25.215</i>	<i>25.874</i>
Rentas	17.280	18.522
Transferencias corrientes	13.128	12.975
<b>Cuenta de capital</b>	<b>7.970</b>	<b>7.247</b>
	Pagos	Pagos
<b>Cuenta corriente</b>	<b>206.781</b>	<b>222.766</b>
Mercancías	137.264	147.756
Servicios	33.035	34.188
<i>Turismo</i>	<i>5.954</i>	<i>6.141</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>27.081</i>	<i>28.048</i>
Rentas	26.195	28.859
Transferencias corrientes	10.287	11.963
<b>Cuenta de capital</b>	<b>854</b>	<b>859</b>
	Saldos	Saldos
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-10.338</b>	<b>-16.657</b>
Mercancías	-26.984	-30.794
Servicios	22.720	23.462
<i>Turismo</i>	<i>24.586</i>	<i>25.636</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>-1.866</i>	<i>-2.174</i>
Rentas	-8.915	-10.338
Transferencias corrientes	2.841	1.012
<b>Cuenta de capital</b>	<b>7.116</b>	<b>6.388</b>

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

rio macroeconómico que sirvió para la elaboración de los Presupuestos, anticipa un superávit en las cuentas públicas de 2003 del 0,5% del PIB —frente al saldo nulo previsto en el Proyecto de Presupuestos— y corrobora el objetivo de equilibrio presupuestario para 2004. Por agentes, el superávit en el saldo de las AAPP en 2003 vendría determinado por los saldos del Estado y de la Seguridad Social —para los que se proyectan déficit del 0,4% y superávit del 0,9%, respectivamente— (véase recuadro 4), dado que se asume que las Administraciones territoriales mantendrían una posición de equilibrio. Se prevé que el cambio de una posición de superávit a otra de equilibrio en la cuenta de las AAPP entre 2003 y 2004 se produzca por el descenso en el excedente de la Seguridad Social entre ambos años.

Con la información disponible según la metodología de Contabilidad Nacional (CN), el Estado registró hasta noviembre un superávit del 0,7% del PIB, ligeramente inferior al que había alcanzado un año antes. Esta cifra contrasta con las previsiones disponibles para el conjunto del año, si bien está muy condicionada por la marcada estacionalidad de las operaciones no financieras de este agente. Por el contrario, los resultados de caja se saldaron con un déficit de 902 millones de euros hasta noviembre. Las discrepancias entre ambos saldos —CN y caja— parecen responder, fundamentalmente, al ajuste por el diferente criterio de imputación de intereses y a la variación en los derechos y obligaciones pendientes. A continuación se comenta la evolución más reciente de ingresos y gastos del Estado, utilizando la información de caja, debido a que la información publicada contiene datos homogéneos (1) de los ingresos para los años 2002 y 2003.

Hasta noviembre, los ingresos crecieron algo por encima de lo previsto en el Avance de Liquidación, mientras que los gastos experimentaron un crecimiento algo más moderado de lo que señala el Avance, por lo que el aumento esperado en el déficit de caja no financiero podría ser menor que el que señala este último. Los mayores ingresos proceden de los impuestos indirectos y de los ingresos no impositivos, mientras que la contención de los pagos se debería a los pagos corrientes, puesto que los de capital crecieron a un ritmo superior al previsto.

En comparación con las cifras acumuladas hasta septiembre, se observa una cierta moderación en el crecimiento de los ingresos pero una aceleración en los pagos. Para el análisis de la evolución de los ingresos, se cuenta con información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado como de la que corresponde a las Comunidades Autónomas de régimen común, información, esta última, que no se recoge en el cuadro 3. Según estas cifras, los impuestos directos se desaceleraron ligeramente en estos últimos meses, al contrario de lo ocurrido con los impuestos indirectos. El IRPF se desaceleró ligeramente, reflejando paulati-

(1) En este sentido conviene recordar que tanto las cifras de caja como las de Contabilidad Nacional están condicionadas por el hecho de que en buena parte de 2002 estuvo vigente el período transitorio en la aplicación del nuevo sistema de financiación autonómica. En este período, algunas Comunidades Autónomas de régimen común, que aún no habían asumido la Sanidad, recibían transferencias del Estado para financiarla. A medida que la iban asumiendo, su financiación pasaba a realizarse a través de los impuestos indirectos cedidos. Este proceso dificulta la comparación de las cifras de los impuestos, por el lado de los ingresos, y de las transferencias pagadas, por el lado del gasto.

RECUADRO 4

### Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 9.206 millones de euros hasta septiembre de 2003, superior en un 17,7% al registrado en el mismo período del año precedente, en línea con el resultado hasta julio (véase cuadro adjunto). Esta notable mejora del saldo acumulado en los tres primeros trimestres del año contrasta con la disminución del superávit previsto en el Presupuesto inicial de 2003 en relación con la liquidación del año anterior. Como en el caso del Estado, la comparación interanual de los datos sobre ingresos y gastos se halla afectada por la culminación, en el transcurso del año 2002, del traspaso efectivo de la gestión de la asistencia sanitaria a todas las CCAA. Los ingresos no financieros experimentaron una nueva aceleración en los últimos meses y situaron su crecimiento en el 2,8%, frente a la reducción prevista en el Presupuesto. Por su parte, los pagos también elevaron su tasa de variación y pasaron a registrar un incremento del 0,5%, en contraste con la caída recogida en el Presupuesto.

Los ingresos por cotizaciones sociales mantuvieron un crecimiento del 8,4% hasta septiembre, lo que supone un incremento muy superior al previsto en el Presupuesto y una apreciable aceleración respecto a la evolución seguida en 2002. Sin embargo, el número de afiliados a la Seguridad Social creció en el conjunto del año 2003 al mismo ritmo (3%) que en el año anterior.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas mantuvo hasta septiembre un ritmo de crecimiento del 6,9%, ligeramente superior al experimentado en 2002. No obstante, y dado que la desviación de la inflación resultó en 2003 muy inferior a la del año anterior, es de esperar que el monto anual de gasto en pensiones registre finalmente un incremento similar al presupuestado. El número de pensiones contributivas sigue una evolución muy moderada, situándose su tasa de crecimiento en el 1% hasta octubre, ligeramente por encima de lo previsto y del crecimiento registrado en el año anterior.

Con respecto al INEM, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 8,9% hasta julio, frente al 13,5% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 13,3% hasta agosto, en contraste con el 0,4% de crecimiento previsto.

Por otra parte, el gasto del INEM destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 6,3% hasta octubre de 2003, lo que supone una importante desaceleración respecto al 14,6% de crecimiento acumulado en el año 2002. Esta evolución estuvo determinada tanto por la desaceleración del paro registrado (que aumentó un 2,9% hasta octubre, frente al 7,4% en el conjunto de 2002) como de la tasa de cobertura, que se situó en el 71,8% hasta octubre, prácticamente al mismo nivel con que terminó 2002, después de haberse elevado sustancialmente en dicho año. Como consecuencia, el número de beneficiarios creció un 2,8% hasta octubre, frente al 12,3% de crecimiento medio en 2002.

#### Sistema de Seguridad Social (a) (Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas) (b) (Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos)

me y %

	Liquidación	Presupuesto		Liquidación ENE-JUL	Liquidación ENE-SEP		
	2002	2003	% variación	% variación	2002	2003	% variación
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5
<b>1. Ingresos no financieros</b>	<b>80.280</b>	<b>77.096</b>	<b>-4,0</b>	<b>1,5</b>	<b>59.397</b>	<b>61.048</b>	<b>2,8</b>
Cotizaciones sociales (c)	71.703	72.174	0,7	8,5	52.754	57.204	8,4
Transferencias corrientes	7.701	4.294	-44,2	-51,4	6.075	3.325	-45,3
Otros (d)	876	628	-28,3	28,7	569	519	-8,8
<b>2. Pagos no financieros</b>	<b>73.374</b>	<b>73.187</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>51.574</b>	<b>51.842</b>	<b>0,5</b>
Personal	3.372	1.811	-46,3	-58,5	2.671	1.265	-52,7
Gastos en bienes y servicios	2.361	1.403	-40,6	-45,9	1.564	936	-40,1
Transferencias corrientes	67.145	69.525	3,5	4,3	47.160	49.453	4,9
Prestaciones	67.131	69.524	3,6	4,3	47.159	49.452	4,9
<i>Pensiones contributivas</i>	<i>56.853</i>	<i>60.024</i>	<i>5,6</i>	<i>6,9</i>	<i>39.787</i>	<i>42.537</i>	<i>6,9</i>
<i>Incapacidad temporal</i>	<i>4.754</i>	<i>4.623</i>	<i>-2,8</i>	<i>8,3</i>	<i>3.297</i>	<i>3.562</i>	<i>8,0</i>
<i>Resto</i>	<i>5.524</i>	<i>4.877</i>	<i>-11,7</i>	<i>-22,3</i>	<i>4.076</i>	<i>3.353</i>	<i>-17,7</i>
Resto transferencias corrientes	13	1	-89,4	—	0	1	—
Otros (e)	495	448	-9,5	-0,2	180	188	4,6
<b>3. Saldo no financiero</b>	<b>6.907</b>	<b>3.909</b>	<b>-43,4</b>	<b>21,8</b>	<b>7.824</b>	<b>9.206</b>	<b>17,7</b>

Fuentes: Ministerios de Hacienda y de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

(a) Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social solo se hallan disponibles hasta mayo de 2003.

(b) Las transferencias a las Comunidades Autónomas para financiar la Sanidad asumida durante el período transitorio de 2002 y las del ISM para financiar la Sanidad y los Servicios Sociales transferidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.

(c) Incluye recargos y multas.

(d) Excluye recargos y multas.

(e) Minorados por la enajenación de inversiones.

namente la rebaja de retenciones inducida por la reforma de este impuesto, mientras que el impuesto sobre sociedades se aceleró notablemente a causa del fuerte aumento (superior al 20%) del pago a cuenta de octubre, debido a la evolución de los beneficios de las empresas a lo largo del año 2003. En cuanto al IVA, siguió acelerándose, en términos homogéneos, en los últimos meses, hasta una tasa de crecimiento del 10,8% (muy por encima, incluso, de la previsión del Avance de Liquidación, que adelantó un crecimiento del 7,7%). Los impuestos especiales, por su parte, mantuvieron prácticamente sin cambios sus tasas de crecimiento, en cifras moderadas, debido a la congelación de tipos. Los otros ingresos, por último, se desaceleraron en estos últimos meses, debido, sobre todo, al menor volumen de transferencias de capital recibidas por el Estado, casi en su totalidad procedentes de la Unión Europea.

Por el lado del gasto, hay que destacar la desaceleración producida en los gastos de funcionamiento, en especial en el capítulo de compras, al contrario de lo ocurrido en los otros gastos corrientes. Entre estos, cabe destacar que la disminución de las transferencias corrientes (un 0,6%) se debe al cambio de la financiación territorial. Corregidos de este efecto, estos pagos crecerían un 6,7%. Finalmente, cabe señalar que los gastos de capital mantienen tasas de crecimiento muy elevadas que contrastan con las previsiones de crecimiento moderado incluidas en el Avance de Liquidación.

#### 4.5. La balanza de pagos y la cuenta de capital en la economía

En el período comprendido entre enero y octubre de 2003, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 10.269 millones de euros, lo que supone un aumento de 7.047 millones en relación con el saldo negativo observado en el mismo período del ejercicio anterior. Este empeoramiento refleja principalmente el fuerte deterioro del déficit por cuenta corriente, que se amplió en 6.319 millones de euros, hasta situarse en 16.657 millones; el superávit de las operaciones de capital también empeoró en los diez primeros meses de 2002, situándose en 6.388 millones de euros. Entre las partidas de la cuenta corriente, destaca el notable aumento del déficit de mercancías y, en menor medida, del déficit de rentas, así como el menor superávit por transferencias corrientes, mientras que mejoró el saldo positivo de servicios gracias a la favorable evolución del superávit turístico.

En el conjunto de los diez primeros meses de 2003 el déficit de la balanza comercial regis-

tró un deterioro de 3.810 millones de euros sobre el nivel alcanzado en las mismas fechas del año anterior; en tasas interanuales, el saldo negativo aumentó un 14,1%. El vigor que han reflejado los flujos reales de importaciones en el conjunto del período, superior al de las exportaciones —a pesar de la notable moderación que registraron las compras exteriores en el último mes—, unido al importante aumento que experimentó la factura energética en los primeros meses del año, habrían propiciado esta notable ampliación del desequilibrio comercial.

En cuanto a la balanza de servicios, en el período comprendido entre enero y octubre su saldo positivo ascendió a 23.462 millones de euros, 742 millones por encima del contabilizado entre las mismas fechas del año anterior; por el contrario, el déficit de servicios no turísticos empeoró. Los ingresos turísticos reflejaron un comportamiento positivo en ese período, con un avance interanual del 4,1%, si bien en la segunda mitad del ejercicio han atenuado su recuperación, en línea con la desaceleración observada en los indicadores de viajeros extranjeros alojados en hoteles y de pernoctaciones. Por su parte, los pagos turísticos crecieron un 3,1% en dicho período, reflejando un renovado vigor a partir del segundo semestre de 2003, en un contexto de progresiva normalización de las tensiones geopolíticas mundiales e impulsados por la fortaleza del euro.

El déficit de la balanza de rentas registró un deterioro de 1.422 millones de euros en los diez primeros meses de 2003, en relación con el observado en idénticas fechas del ejercicio anterior, situando su déficit en 10.338 millones de euros. Los ingresos se incrementaron un 7,2%, gracias al dinamismo de los correspondientes al sector privado no financiero, mientras que descendieron en el resto de sectores, afectados por el recorte en los beneficios de las inversiones en el exterior y la depreciación del dólar, así como por el descenso de los flujos de inversiones directas que viene observándose desde el año 2002 anterior. Los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo más elevado, el 10,2%, en consonancia con el notable incremento que experimentaron los pagos realizados por el sector privado no financiero.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 1.012 millones de euros, en el conjunto de los diez primeros meses del año, lo que supone una notable disminución, del orden de 1.829 millones de euros, en relación con el nivel observado en igual período de 2002. Los ingresos descendieron un 1,2% como consecuencia del notable retroceso que



experimentaron los flujos comunitarios correspondientes al Fondo Social Europeo, ya que las transferencias destinadas al sector privado en concepto de FEOGA-Garantía mostraron un comportamiento positivo. Los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo muy elevado, el 16,3%, fruto, en buena medida, del notable incremento que reflejaron los pagos destinados a la UE, especialmente en concepto de Recurso PNB; destacó, nuevamente, el fuerte avance que mantienen los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 6.388 millones de euros en el período de enero-octubre de 2003, lo que supone una disminución de 727 millones de euros en relación con el registrado en idénticas fechas del año anterior: este deterioro, que en tasas interanuales se cifró en un descenso del 10,2%, se explica por el fuerte retroceso que experimentaron las transferencias comunitarias en concepto de Fondo de Cohesión, mientras que el resto de fondos estructurales reflejó un comportamiento ligeramente positivo.

## 5. Evolución financiera

### 5.1. Rasgos más destacados

Las condiciones de financiación del sector privado durante el cuarto trimestre de 2003 continuaron siendo muy holgadas. En particular, los tipos de interés del mercado monetario del área euro se mantuvieron en torno a los reducidos registros alcanzados entre julio y septiembre, aunque en los plazos más largos se observó un aumento entre los meses de octubre y noviembre, que fue corregido durante la segunda quincena de diciembre. Por su parte, los tipos crediticios de la banca al sector privado mostraron, en general, escasas variaciones, por lo que permanecen en niveles moderados. En los mercados de deuda pública, las rentabilidades continuaron la tendencia ascendente iniciada en el tercer trimestre, aunque en diciembre se observaron reducciones en dichas rentabilidades, que terminaron situándose, a finales de 2003, en el 4,29% en el caso de la deuda del Tesoro español a 10 años, algo más de 20 pb por encima de los niveles observados a finales de septiembre. Las primas de riesgo crediticio continuaron la evolución descendente observada en meses anteriores, lo que permitió que el incremento de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo no se trasladase completamente al coste de financiación de las sociedades con valores de renta fija (véase gráfico 23).

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales la trayectoria ascendente de las cotizaciones de los dos trimestres anteriores continuó durante los últimos tres meses de 2003, reflejando la mejora de las perspectivas sobre la evolución de la economía mundial, de modo que la mayoría de índices alcanzaron registros máximos anuales. El Índice General de la Bolsa de Madrid acumuló en el conjunto del año una revalorización del 27,4%, lo que contrasta con las rentabilidades negativas de los tres años anteriores. Este aumento, que fue similar al del S&P 500 de los mercados norteamericanos (26,4%), estuvo por encima del observado para el EURO STOXX de las bolsas del área euro (18,1%). La recuperación de los precios negociados vino acompañada de nuevas reducciones en la volatilidad, que se sitúa actualmente en niveles inferiores a su media histórica. Por otro lado, en el mercado de la vivienda, los precios mostraron una cierta desaceleración en el tercer trimestre, al reducirse su tasa de crecimiento interanual en 1,8 puntos porcentuales, hasta el 15,7% (véase gráfico 23).

Las decisiones de gasto de los hogares se apoyaron de nuevo, durante el tercer y cuarto trimestres, en una expansión de la demanda de crédito. Así, la financiación recibida por este sector aumentó su ritmo de avance interanual, entre julio y septiembre, en un punto porcentual,

hasta el 16,1%, y, según la información provisional de los últimos tres meses de 2003, podría haber experimentado una aceleración adicional, hasta situarse en niveles por encima del 18%. Por el contrario, la deuda de las empresas mantuvo en septiembre la misma tasa de crecimiento interanual de junio (13,8%) y, de acuerdo con los avances del cuarto trimestre, podría haberse desacelerado durante ese período.

Los indicadores más recientes sobre la situación financiera del sector privado muestran un comportamiento desigual. Así, en el caso de las familias, su riqueza neta continuó avanzando durante el tercer trimestre gracias a la revalorización de los activos inmobiliarios y financieros, el ahorro no destinado al servicio de la deuda siguió recuperándose durante el mismo período y, de acuerdo con los avances del cuarto trimestre, la carga financiera que soporta el sector en relación con su RBD seguiría situándose en valores moderados. Sin embargo, el ahorro financiero se mantuvo entre julio y septiembre en niveles bajos, al igual que el ahorro no destinado al servicio de la deuda, las *ratios* de endeudamiento continuaron creciendo durante dicho período y, según la información provisional disponible, también lo habrían hecho durante los últimos tres meses de 2003. En el caso de las sociedades, entre julio y septiembre, la carga financiera por intereses volvió a mostrar registros moderados y la rentabilidad mejoró. No obstante, sus necesidades de financiación aumentaron y, al igual que en el caso de las familias, sus *ratios* de endeudamiento también ascendieron durante el tercer trimestre; los datos disponibles correspondientes al cuarto apuntan a una continuidad de esta tendencia.

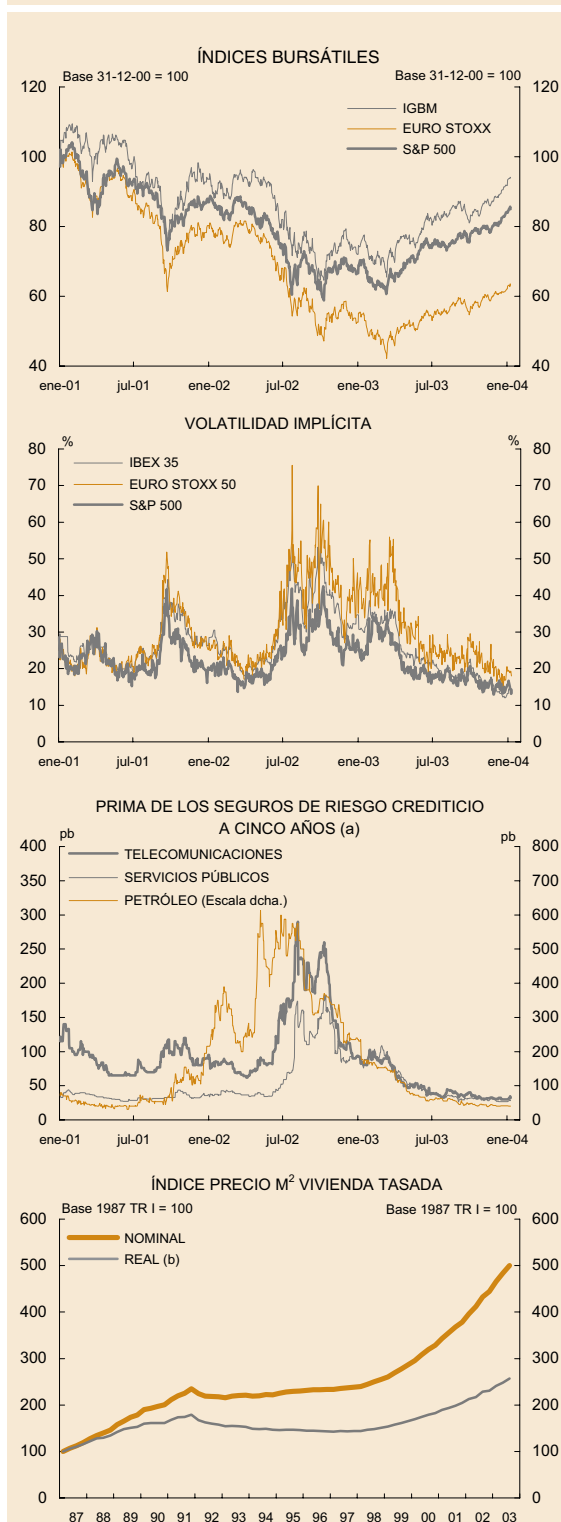
Valoradas en su conjunto, las condiciones financieras del sector privado no parecen suponer un obstáculo para el dinamismo de sus decisiones de gasto. No obstante, el elevado y creciente nivel de endeudamiento puede condicionar la evolución del consumo y la inversión de empresas y familias en una doble dirección. Por una parte, el margen para sustentar su expansión sobre el recurso a la financiación es menor. Por otra, las decisiones en este ámbito son más sensibles que en el pasado ante posibles cambios adversos en la renta, la riqueza o los costes de financiación del sector. La sensibilidad a las variaciones en los tipos de interés se habría visto también incrementada en el caso de los hogares por el aumento de la proporción de préstamos a tipo variable.

## 5.2. El sector de hogares

De acuerdo con la información disponible del cuarto trimestre, las condiciones de finan-

GRÁFICO 23

### Indicadores de precios de distintos activos



Fuentes: Bloomberg, Credit Trade y Banco de España.

(a) Primas medias ponderadas por activos. El día 22.6.03 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociado unas primas menores (en torno al 10%).

(b) Deflatado con el IPC.

CUADRO 5

**Operaciones financieras netas y flujos intersectoriales**  
(Datos acumulados de cuatro trimestres)

% del PIB

	OPERACIONES FINANCIERAS NETAS								
	1998	1999	2000	2001	2002		2003		
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
<b>Economía nacional</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,4</b>
<b>Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,9</b>
Sociedades no financieras	-1,1	-2,3	-3,5	-4,6	-4,0	-4,6	-4,4	-4,6	-4,8
Hogares e ISFLSH	3,3	2,0	1,1	1,1	0,6	1,5	0,7	0,9	0,8
<b>Instituciones financieras</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
FLUJOS INTERSECTORIALES (a)									
<b>Hogares e ISFLSH</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-4,6	0,5	-0,2	-1,5	-3,6	-2,5	-3,4	-3,5	-4,1
Inversores institucionales (c)	7,6	0,9	0,4	3,5	3,1	3,1	3,8	4,2	4,7
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,8</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-4,5	-4,1	-6,8	-3,9	-3,9	-3,5	-3,9	-4,2	-3,8
Resto del mundo	0,7	-0,7	2,0	-2,3	-1,5	-1,1	-1,1	-0,6	-0,7
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	1,4	1,4	2,2	-2,3	0,9	0,9	-0,6	-0,3	-2,1
Inversores institucionales (c)	-2,6	1,7	3,9	2,8	0,8	0,5	0,7	0,4	0,6
Resto del mundo	-1,1	-4,3	-5,9	-1,6	-1,6	-1,1	0,1	-0,1	1,0
<b>Resto del mundo</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	7,1	1,9	5,1	3,8	3,4	2,9	4,6	4,3	6,5
Inversores institucionales (c)	-6,3	-3,6	-5,7	-5,0	-3,6	-2,8	-3,6	-3,2	-4,0
Sociedades no financieras	-0,7	0,7	-2,0	2,3	1,5	1,1	1,1	0,6	0,7
Administraciones Públicas	1,1	4,3	5,9	1,6	1,6	1,1	-0,1	0,1	-1,0

Fuente: Banco de España.

(a) Un signo positivo indica que se otorga financiación al sector de contrapartida. Un signo negativo refleja la financiación recibida del sector de contrapartida.

(b) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

(c) Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

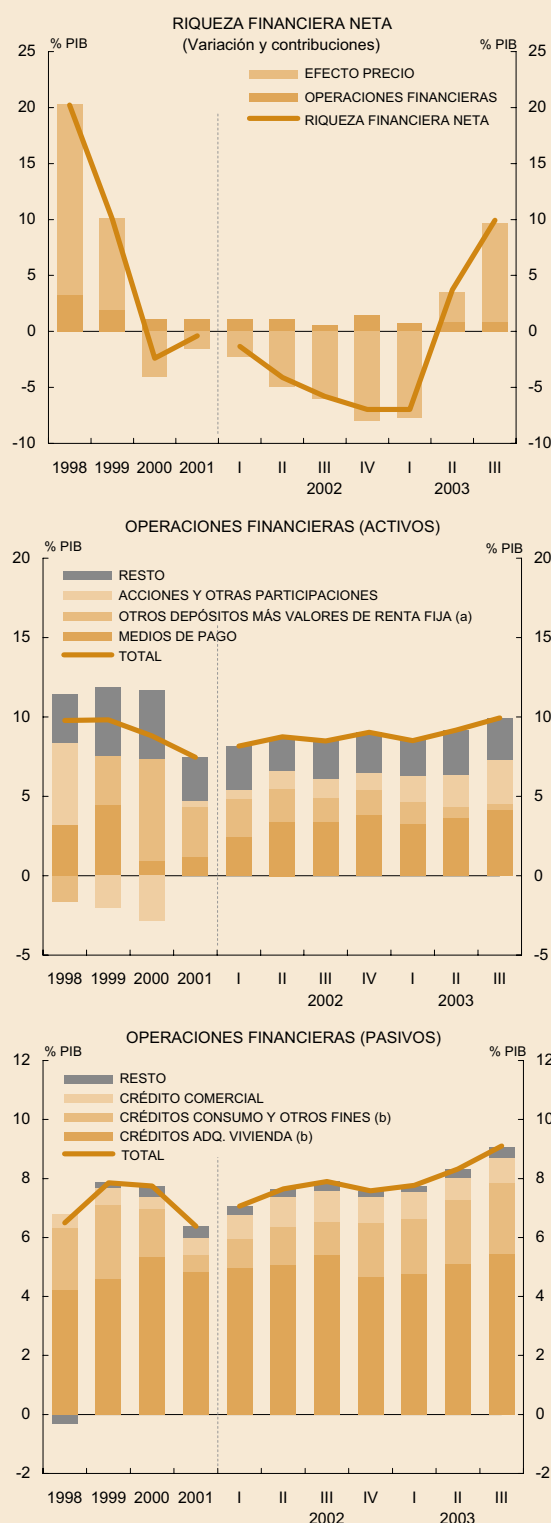
ciación de los hogares continuaron siendo holgadas. Así, el tipo de interés aplicado por las entidades en los créditos para la adquisición de vivienda a dicho sector se mantuvo en noviembre en el 3,46%, el mismo nivel que el observado en septiembre, mientras que el correspondiente a los préstamos al consumo y otras finalidades se redujo en 30 pb, hasta el 6,41%. No obstante, las previsiones de las entidades, recogidas en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del tercer trimestre, indicaban que las condiciones globales de oferta serían, durante los últimos tres meses de 2003, ligeramente más restrictivas que en el trimestre anterior en

el caso de la financiación a la vivienda y similares en los créditos al consumo y otros fines.

Durante el tercer trimestre de 2003 la financiación obtenida por el sector mostró una aceleración de un punto porcentual en su tasa de crecimiento interanual, situándose, de este modo, en el 16,1% (véanse cuadro 6 y gráfico 24). En términos acumulados de doce meses, los nuevos fondos obtenidos representaron el 9,1% del PIB, 0,8 puntos porcentuales por encima de lo observado entre abril y junio. Este ascenso es fundamentalmente atribuible al comportamiento del crédito para la adquisición de

GRÁFICO 24

### Hogares e ISFLSH (Datos acumulados de cuatro trimestres)



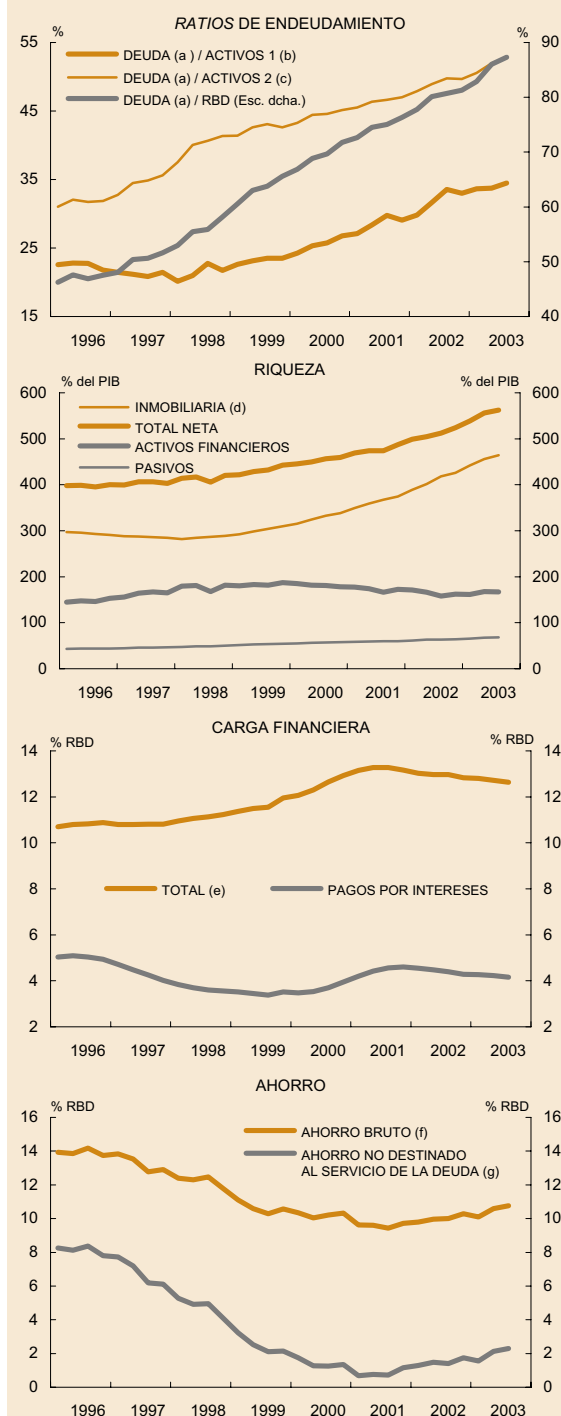
Fuente: Banco de España.

(a) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

(b) Incluye los créditos titulizados.

GRÁFICO 25

### Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye crédito bancario y titulización.

(b) Activos 1 = Total de activos financieros - la rúbrica de «Otros».

(c) Activos 2 = Activos 1 - acciones - participaciones de FIM.

(d) Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del m<sup>2</sup>.

(e) Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

(f) Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.

(g) Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.



CUADRO 6

**Operaciones financieras de los hogares, ISFLSH y sociedades no financieras**  
(Datos acumulados de cuatro trimestres)

% del PIB

	2000	2001	2002	2003		
				I TR	II TR	III TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>8,8</b>	<b>7,5</b>	<b>9,0</b>	<b>8,5</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>
Medios de pago	0,9	1,2	3,9	3,3	3,7	4,2
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	6,4	3,2	1,6	1,4	0,7	0,4
Acciones y otras participaciones (b)	0,5	-0,4	0,8	0,5	0,6	0,7
Fondos de inversión	-3,4	0,8	0,2	1,1	1,4	2,1
FIAMM	-1,3	1,3	0,7	0,7	0,7	0,9
FIM	-2,0	-0,5	-0,5	0,3	0,7	1,2
Reservas técnicas de seguros	3,4	2,4	2,6	2,4	2,4	2,2
De las cuales:						
Seguros de vida	1,9	1,4	1,5	1,3	1,4	1,3
Fondos de pensiones	1,3	0,7	0,9	0,9	0,8	0,7
Resto	0,9	0,4	0,0	-0,1	0,4	0,4
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>7,7</b>	<b>6,4</b>	<b>7,6</b>	<b>7,8</b>	<b>8,3</b>	<b>9,1</b>
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,0	5,4	6,5	6,6	7,3	7,9
Créditos para adquisición de vivienda (c)	5,4	4,8	4,7	4,8	5,1	5,5
Créditos para consumo y otros fines (c)	1,6	0,6	1,8	1,9	2,2	2,4
Resto	0,8	1,0	1,1	1,1	1,0	1,2
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>27,8</b>	<b>19,0</b>	<b>14,6</b>	<b>15,3</b>	<b>16,0</b>	<b>15,2</b>
Medios de pago	0,9	1,7	1,6	2,0	1,4	1,3
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	1,1	1,5	2,3	2,3	2,4
Acciones y otras participaciones	14,9	5,8	4,0	3,9	3,3	3,6
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	11,3	4,9	2,6	2,7	2,2	2,7
Resto	10,8	10,5	7,4	7,2	9,0	7,8
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>31,3</b>	<b>23,7</b>	<b>19,1</b>	<b>19,7</b>	<b>20,7</b>	<b>19,9</b>
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,6	6,9	7,2	7,5	7,9	7,3
Préstamos exteriores	3,5	4,0	3,4	2,4	2,0	2,5
Valores de renta fija (a)	-0,7	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
Acciones y otras participaciones	12,8	5,3	3,1	3,5	3,4	3,2
Resto	8,1	7,3	5,8	6,6	7,6	7,1
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
<b>Financiación (d)</b>	<b>18,8</b>	<b>15,6</b>	<b>14,6</b>	<b>13,9</b>	<b>14,3</b>	<b>14,7</b>
Hogares e ISFLSH	17,3	12,4	14,1	14,1	15,1	16,1
Sociedades no financieras	19,9	18,1	15,0	13,7	13,8	13,8

Fuente: Banco de España.

(a) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

(b) No incluye los fondos de inversión.

(c) Incluye los créditos titulizados.

(d) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

vivienda, ya que el destinado a consumo y otros fines contribuyó en menor medida al avance de los pasivos del sector. La información provisional correspondiente al cuarto trimestre de 2003 apunta a un nuevo avance en el ritmo de crecimiento de la deuda de los hogares, sobre todo como resultado de la aceleración del crédito destinado a vivienda.

En relación con sus decisiones de cartera, la adquisición de activos financieros por parte de los hogares se situó, en septiembre, en el 9,9% del PIB en términos acumulados de doce meses (véanse cuadro 6 y gráfico 24). Por instrumentos, se observó una continuidad del proceso de recomposición de las carteras observado en el trimestre anterior, desde la rúbrica

«Otros depósitos y valores de renta fija» hacia medios de pago y, sobre todo, participaciones en fondos de inversión. De este modo, las suscripciones netas de fondos de inversión se situaron en el 2,1% del PIB, frente al 1,4% del trimestre previo. Este avance fue el resultado de una mayor inversión tanto en FIAMM como, sobre todo, en FIM. Por su parte, la adquisición de acciones y participaciones acumulada durante los últimos doce meses fue ligeramente superior a la de junio.

Durante el tercer trimestre el ahorro financiero de los hogares fue negativo, si bien alcanzó, en términos acumulados de doce meses, el 0,8% del PIB, un registro similar al del mes de junio (véanse cuadro 5 y gráfico 24). El ahorro bruto del sector no destinado al servicio de la deuda se recuperó nuevamente durante este período, aunque todavía se situó en valores reducidos, ligeramente por encima del 2% de su RBD (véase gráfico 25). Por su parte, el endeudamiento relativo del sector siguió aumentando, hasta situarse en el 87% de su RBD, y la información provisional para el último trimestre de 2003 sugiere un nuevo incremento en dicha *ratio*. No obstante, el mantenimiento de los bajos costes de financiación permitió que la carga financiera asociada continuase en niveles moderados. A pesar de la expansión de los pasivos contraídos por el sector, la riqueza neta de los hogares continuó avanzando, gracias a la revalorización de la vivienda y al ascenso de las cotizaciones bursátiles.

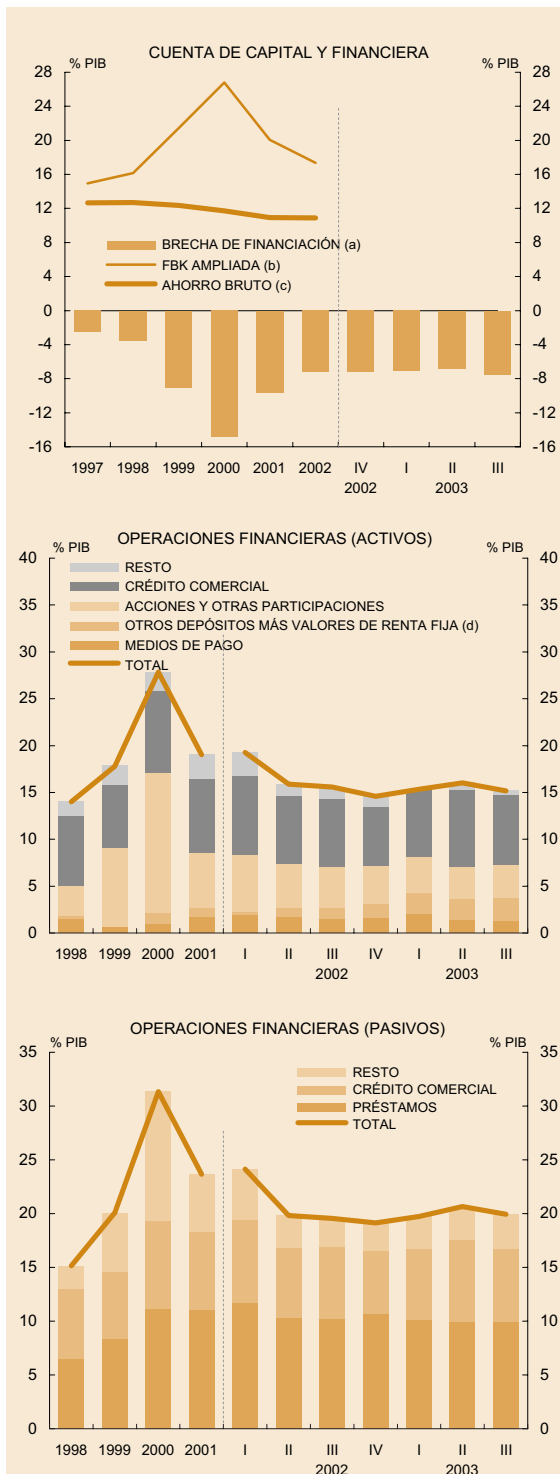
En consecuencia, los indicadores disponibles sobre la situación financiera de los hogares sugieren que esta sigue siendo sólida, si bien el bajo nivel que presenta el ahorro no destinado al servicio de la deuda hace que la capacidad del sector para hacer frente a un cambio adverso en su riqueza, renta o coste de financiación sin modificar su patrón de consumo e inversión residencial sea ahora menor que en el pasado.

### 5.3. El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación de las sociedades continuaron siendo holgadas durante los últimos tres meses de 2003. Así, los tipos de interés crediticios se mantuvieron en niveles bajos. Concretamente, el coste de la financiación bancaria se situó en noviembre en el 4,37% y el 3,35% para las operaciones inferiores y superiores al millón de euros, respectivamente, lo que significa un aumento de 2 pb y un descenso de 5 pb en relación con los niveles de septiembre. Además, según la Encuesta de Préstamos Bancarios del tercer trimestre, las condiciones de oferta previstas por las enti-

GRÁFICO 26

#### Sociedades no financieras (Datos acumulados de cuatro trimestres)



Fuente: Banco de España.

(a) Recursos financieros que cubren el diferencial entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.

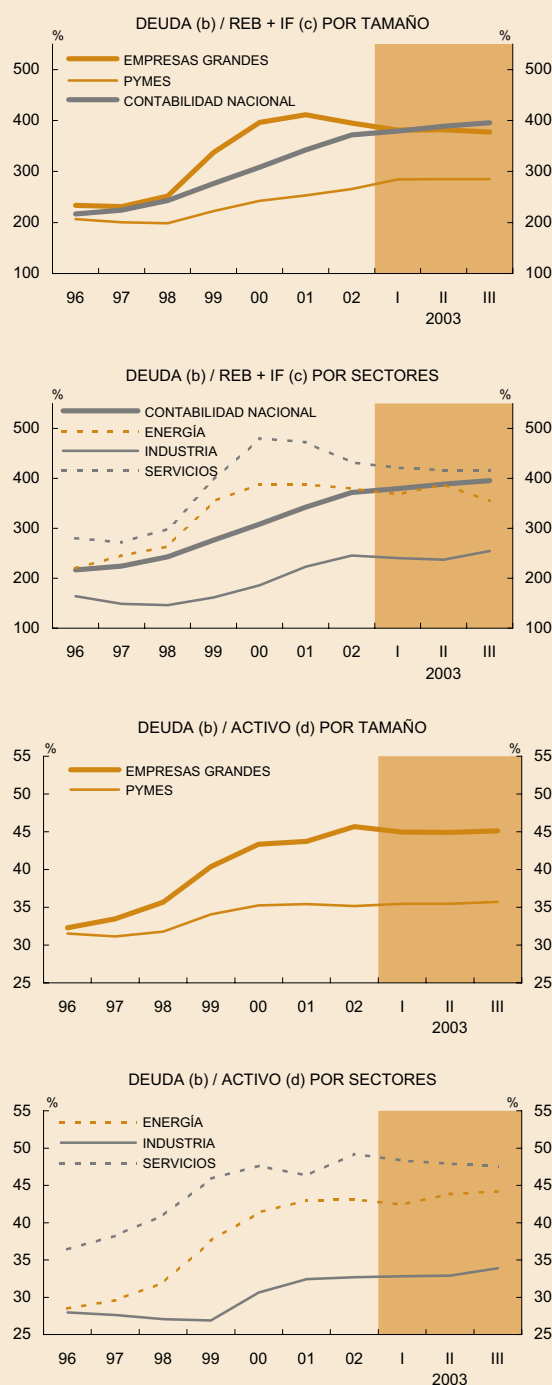
(b) Incluye la formación bruta de capital, la variación de existencias y la renta variable en el exterior.

(c) Incluye las transferencias de capital.

(d) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

GRÁFICO 27

### Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras (a)



Fuente: Banco de España.

(a) El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2002 la información procede de la Central de Balances Anual. Desde esa fecha en adelante, los indicadores se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.

(b) Recursos ajenos con coste.

(c) Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

(d) Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

dades para el cuarto trimestre no mostraron variaciones significativas en relación con los tres meses anteriores. Por otra parte, las primas de riesgo exigidas a la financiación empresarial siguieron reduciéndose, lo que permitió que el incremento en las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo no se trasladase completamente al coste de financiación con valores de renta fija. Del mismo modo, las condiciones para la obtención de fondos en los mercados de renta variable mejoraron nuevamente gracias al ascenso en las cotizaciones bursátiles y a la reducción de sus volatilidades.

Durante el tercer trimestre de 2003, las operaciones de pasivo se situaron, en términos acumulados de doce meses, en el 19,9% del PIB, ligeramente por debajo del registro de junio, que fue del 20,7% (véanse cuadro 6 y gráfico 26). Por componentes, la financiación ajena con coste mantuvo durante este período la tasa de avance interanual observada en el trimestre previo (13,8%), si bien la información provisional de los últimos meses del año apunta a una cierta desaceleración de la misma. Los recursos obtenidos por esta vía representaron, en términos acumulados de doce meses, el 9,6% del PIB, un nivel similar al de junio, aunque con una composición por instrumentos algo diferente. Así, los préstamos exteriores ganaron importancia, y representaron el 2,5% del PIB, medio punto porcentual por encima de lo observado en el trimestre previo, mientras que el peso relativo de los préstamos procedentes de entidades de crédito se redujo. Por su parte, el volumen de emisiones netas de valores de renta fija se situó en los mismos niveles que el trimestre anterior (-0,2% del PIB). Los recursos captados por las sociedades a través de la emisión de acciones y participaciones alcanzaron el 3,2% del PIB, lo que representa una ligera reducción en relación con el trimestre anterior. Por último, se produjo también un descenso del crédito comercial, recogido en la rúbrica «Resto» (2).

Por ramas de producción, el crédito bancario obtenido por las sociedades mostró un comportamiento heterogéneo. Así, el concedido a los servicios inmobiliarios se aceleró ligeramente, hasta el 41,2%, mientras que el dirigido al resto de actividades redujo sus ritmos de avance, aunque en el caso de la construcción las tasas de expansión continuaron siendo elevadas.

En cuanto a las operaciones de adquisición de activos financieros por parte de las sociedades no financieras, entre julio y septiembre se

(2) Véase recuadro 5 para un análisis sobre la evolución de la composición de los pasivos de las sociedades españolas entre 1990 y 2003.

RECUADRO 5

**Evolución de la financiación de las sociedades no financieras españolas**

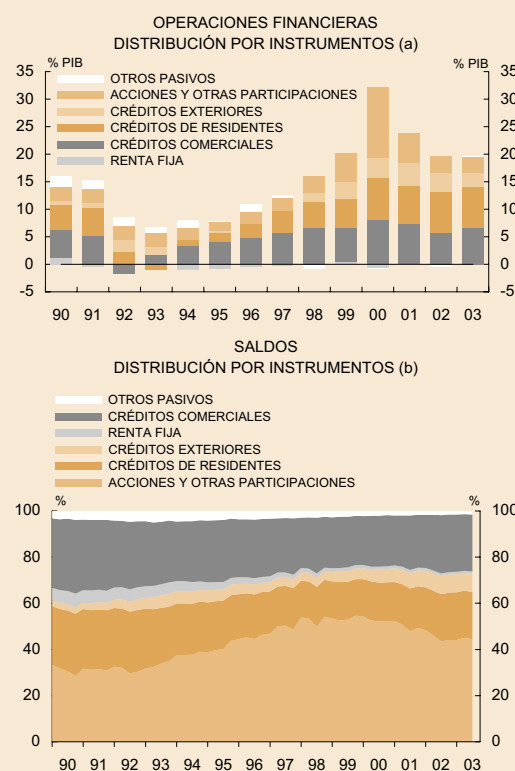
Las sociedades no financieras disponen de un conjunto amplio de instrumentos para financiar sus inversiones financieras y reales. La elección entre estos depende de factores de diversa índole, como el coste relativo de las distintas opciones, el grado de desarrollo de los mercados financieros y los posibles vínculos entre las entidades financieras y las sociedades, y tiene implicaciones relevantes tanto en términos de la valoración de su posición financiera como en términos de la caracterización del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En el panel superior del gráfico adjunto se muestra la evolución, entre 1990 y 2003, de las operaciones pasivas de las sociedades no financieras españolas en términos de PIB y de su distribución por instrumentos. Con respecto al volumen de estas operaciones, destaca el claro perfil cíclico, que está, lógicamente, ligado al comportamiento de la inversión real y financiera. En cuanto a la composición, los recursos propios (acciones y otras participaciones), el crédito comercial y el crédito de residentes (de entidades de crédito, principalmente) han sido las principales fuentes de financiación utilizadas por las empresas españolas. Cada uno de estos instrumentos ha absorbido, en términos medios, alrededor del 30% de los fondos captados. El resto de las rúbricas ha tenido una importancia residual. Así, las emisiones de valores de renta fija han sido negativas la mayoría de los años, mientras que los créditos exteriores solo han comenzado a tener cierto peso a partir de 1998. Una parte importante de estos últimos recoge los recursos que algunas de las grandes empresas españolas reciben de sociedades instrumentales ubicadas en el extranjero, las cuales se financian, principalmente, mediante la emisión de valores de renta fija.

La mayor parte de las variaciones en la composición por instrumentos de las operaciones pasivas parecen tener un carácter más bien coyuntural. Así, por ejemplo, el aumento del peso de los créditos de residentes desde 2000, junto con la caída de la financiación procedente de recursos propios, refleja probablemente el contexto de reducidos tipos de interés y de aumento de los costes de emisión de acciones a raíz de la evolución desfavorable de las cotizaciones durante la mayor parte de este período. Por su parte, el aumento de la importancia conjunta de la emisión de valores de renta fija en España y en el exterior desde 1998 (aproximada esta última por los créditos exteriores) responde en alguna medida a factores relativamente transitorios, como el aumento de las necesidades de fondos de las grandes empresas españolas, que son las que utilizan esta modalidad. De todos modos, no puede descartarse que otros elementos de naturaleza más estructural, como la introducción del euro, hayan podido también favorecer este proceso.

El panel central del gráfico muestra la evolución de los pasivos en términos de saldos, que resulta tanto del comportamiento de los flujos analizados anteriormente como de la evolución del precio de mercado de los instrumentos. Este análisis confirma que los recursos propios, el crédito comercial y los créditos de residentes son los tres instrumentos con una mayor importancia relativa. A lo largo del período se ha producido un aumento del peso de los recursos propios y un descenso de las otras dos rúbricas, como consecuencia, fundamentalmente, del perfil alcista que ha mostrado la valoración de las acciones durante la mayor parte del período. Por otra parte, se observa que la financiación con valores de renta fija en los mercados nacionales tiene un peso muy reducido. Si se suman las emisiones de estos instrumentos en el extranjero (aproximadas, como el saldo de los créditos exteriores), se obtiene un perfil creciente durante los últimos años, aunque los niveles alcanzados al final de la muestra están próximos a los del año 1990.

En definitiva, la evolución de los flujos y de los saldos de las operaciones pasivas sugiere que durante los últimos 15 años la estructura de financiación de las sociedades españolas no se ha visto sustancialmente alterada. La comparación, para el año 2002, con las empresas de la zona euro y de Estados Unidos (véase panel inferior del gráfico) muestra que en nuestro país el grado de intermediación de los pasivos empresariales, aproximado por la diferencia entre los pesos de la financiación crediticia y la emisión de valores de renta fija, es similar al de la UEM y muy superior al de EEUU. La principal diferencia con la UEM se produce en el crédito comercial, clasificado dentro de la rúbrica «Resto de pasivos», que es sustancialmente más relevante en España.

**Pasivos de las sociedades no financieras**


Fuente: Banco de España.

(a) Los datos de 2003 son acumulados de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre.

(b) Los datos del año 2003 corresponden al tercer trimestre.

**Comparación internacional  
2002**

	España	UEM	EEUU
Renta variable (a)	44,1	48,1	37,1
Renta fija	1,1	4,0	14,0
Créditos	28,3	33,3	19,3
Resto de pasivos (b)	26,5	14,5	29,6

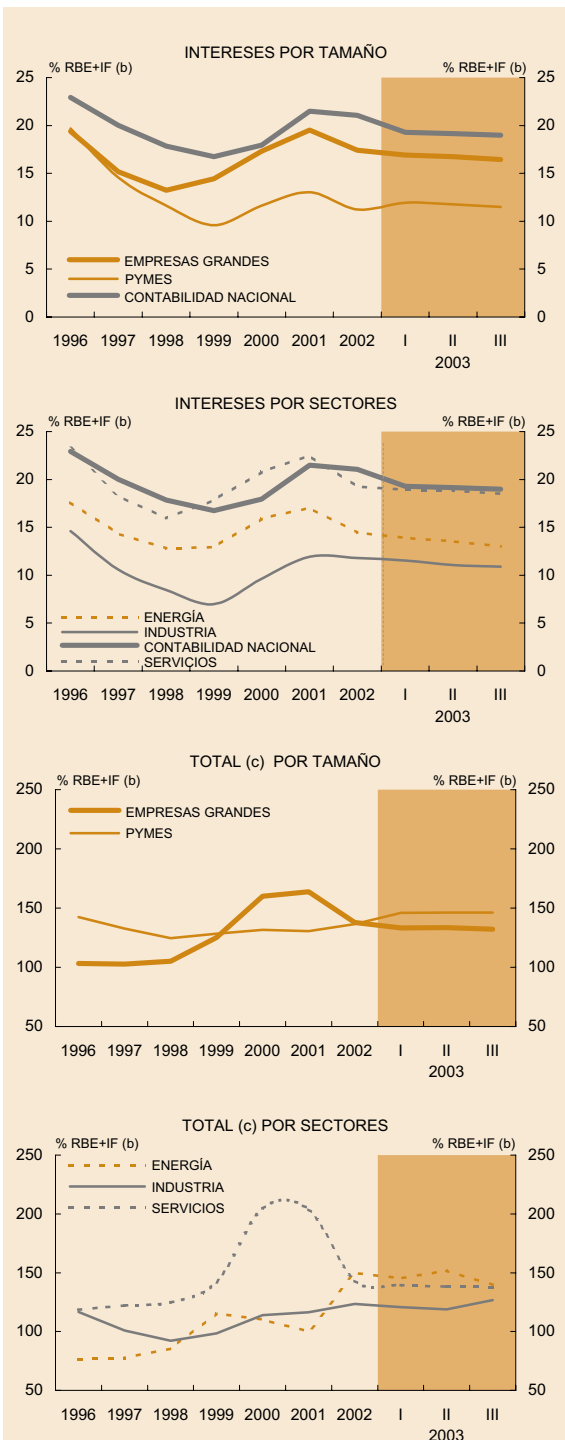
Fuentes: Reserva Federal, BCE y Banco de España.

(a) Incluye acciones y otras participaciones.

(b) Incluye crédito comercial.

GRÁFICO 28

### Carga financiera de las sociedades no financieras (a)



Fuente: Banco de España.

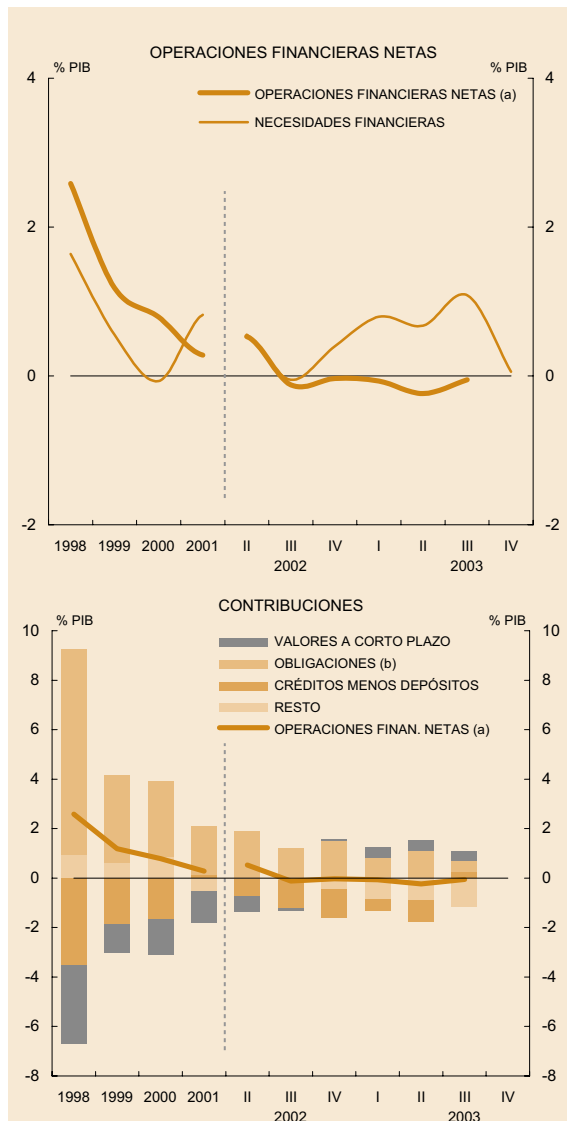
(a) El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2002 la información procede de la Central de Balances Anual. Desde esa fecha en adelante, los indicadores se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.

(b) Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

(c) Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

GRÁFICO 29

### Administraciones Públicas (Datos acumulados de cuatro trimestres)



Fuente: Banco de España.

(a) Cambiado de signo.

(b) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

redujo, en términos acumulados de doce meses, la inversión financiera, que quedó situada en el 15,2% del PIB (véanse cuadro 6 y gráfico 26). En relación con el trimestre anterior, lo más destacado fue el descenso, en términos acumulados de doce meses, del porcentaje de PIB que representaron los créditos comerciales activos, recogidos en la rúbrica «Resto», y el aumento en la adquisición de acciones y otras participaciones, especialmente frente al resto del mundo.

Las necesidades de financiación del sector entre julio y septiembre representaron, en



CUADRO 7

## Operaciones financieras de la nación (datos acumulados de cuatro trimestres)

% del PIB

	2000	2001	2002	2003		
				I TR	II TR	III TR
<b>Operaciones financieras netas</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,4</b>
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>25,2</b>	<b>12,2</b>	<b>11,4</b>	<b>12,9</b>	<b>12,1</b>	<b>13,0</b>
<b>Oro y DEG</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Efectivo y depósitos</b>	<b>2,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>2,7</b>	<b>0,6</b>
Sistema crediticio	2,5	-2,7	2,0	2,3	1,6	-0,4
Otros sectores residentes	0,4	0,0	1,5	1,7	1,2	1,0
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>3,9</b>	<b>7,2</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>	<b>8,6</b>
Sistema crediticio	-0,3	2,0	0,6	0,7	1,4	3,3
Otros sectores residentes	4,2	5,2	3,7	4,6	4,5	5,3
<b>Acciones y otras participaciones</b>	<b>15,6</b>	<b>5,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>
Sistema crediticio	1,8	0,0	0,2	0,0	-0,4	-0,3
Otros sectores residentes	13,8	5,2	2,9	2,9	2,6	3,5
De los cuales:						
Sociedades no financieras	11,3	4,9	2,6	2,7	2,2	2,7
<b>Créditos</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>
Sistema crediticio	0,5	0,8	0,1	0,2	0,2	0,3
Otros sectores residentes	2,3	1,7	0,4	0,4	1,1	0,4
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>27,7</b>	<b>14,4</b>	<b>13,0</b>	<b>15,0</b>	<b>14,1</b>	<b>15,4</b>
<b>Depósitos</b>	<b>6,8</b>	<b>2,8</b>	<b>4,4</b>	<b>6,0</b>	<b>4,5</b>	<b>6,5</b>
De los cuales:						
Sistema crediticio	6,8	2,8	4,4	6,0	4,5	6,4
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>7,0</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>5,3</b>	<b>4,5</b>
Sistema crediticio	0,7	0,6	1,4	1,8	2,7	3,0
Administraciones Públicas	5,7	1,6	1,1	-0,1	0,3	-1,1
Otros sectores residentes	0,5	0,9	1,7	2,3	2,3	2,6
<b>Acciones y otras participaciones</b>	<b>9,4</b>	<b>4,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>
Sistema crediticio	1,8	0,5	0,1	0,2	0,0	0,0
Otros sectores residentes	7,7	4,1	1,7	2,4	2,1	1,7
<b>Créditos</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>
Administraciones Públicas	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Otros sectores residentes	4,4	4,7	3,9	2,8	2,6	2,8
<b>Otros neto (a)</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro.

términos acumulados de doce meses, el 4,8% del PIB, un registro ligeramente superior al del trimestre anterior (véase cuadro 5). Por su parte, la brecha de financiación, que recoge los recursos externos necesarios para llevar a cabo la inversión real y financiera permanente, también se incrementó durante el mismo período, hasta alcanzar el 7,5% del PIB, más de medio punto porcentual por encima del registro correspondiente a junio (véase gráfico 26).

La elevada tasa a la que creció la financiación recibida por las sociedades determinó un nuevo ascenso, entre julio y septiembre, de las *ratios* de endeudamiento agregadas del sector (véase gráfico 27). No obstante, de acuerdo con los datos de la Central de Balances, las grandes empresas continuaron, durante dicho período, reduciendo sus niveles relativos de deuda. A pesar de este nuevo aumento en las *ratios* de endeudamiento agregadas, la carga financiera por intereses volvió a mostrar una ligera contracción,

CUADRO 8

**Activos financieros netos frente al resto del mundo (a)**  
**(Datos del cuarto trimestre)**

% del PIB

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (b)
<b>Economía nacional</b>	<b>-21,8</b>	<b>-22,5</b>	<b>-20,4</b>	<b>-21,7</b>	<b>-24,6</b>	<b>-26,0</b>
<b>Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH</b>	<b>-8,7</b>	<b>-8,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,0</b>
Sociedades no financieras	-14,9	-16,3	-8,2	-9,2	-10,2	-11,9
Hogares e ISFLSH	6,2	7,6	7,7	7,9	8,7	9,9
<b>Instituciones financieras</b>	<b>4,8</b>	<b>6,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>2,2</b>	<b>-0,9</b>
Instituciones de crédito (b)	-5,5	-7,6	-12,6	-14,5	-15,3	-19,1
Inversores institucionales (c)	10,7	15,0	18,3	20,9	21,0	22,9
Resto de instituciones financieras	-0,4	-0,6	-0,9	-1,7	-3,5	-4,7
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-17,9</b>	<b>-20,6</b>	<b>-24,8</b>	<b>-25,0</b>	<b>-25,2</b>	<b>-23,0</b>

Fuente: Banco de España.

(a) Calculados como diferencia entre el saldo de activos financieros y de pasivos frente al resto del mundo con los datos de las cuentas financieras trimestrales.

(b) Datos del tercer trimestre.

(c) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

(d) Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

gracias al reducido nivel en el que se ha mantenido el coste de financiación (véase gráfico 28). Este descenso se produjo de forma generalizada para las empresas de todos los sectores y tamaños. Si se añade la deuda a corto plazo a los intereses, el indicador de carga financiera resultante mostró también una ligera reducción en el tercer trimestre en todos los sectores a excepción del industrial. La información provisional de los últimos meses de 2003 apunta a una continuidad en la expansión del endeudamiento relativo agregado de las empresas.

Por su parte, los resultados económicos de las sociedades mostraron una evolución positiva durante los tres primeros trimestres de 2003. Así, el resultado ordinario neto, que excluye los ingresos y gastos extraordinarios, creció un 15,4% para el conjunto de las empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral, casi 10 puntos porcentuales por encima de lo observado en el mismo período del año anterior. Esta mejora se observó principalmente en el sector de la energía, mientras que los resultados en la rama industrial se estabilizaron en torno a los mismos niveles del año anterior. Este comportamiento favorable se reflejó en un aumento de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios, que se situó en el 11%.

En conjunto, la sólida situación patrimonial de las sociedades, junto con las condiciones financieras holgadas y la mejoría de las rentabilidades, constituye un escenario propicio para la recuperación de la inversión productiva. No obstante, el proceso de saneamiento financiero acometido por algunas grandes compañías

puede estar conteniendo algo la expansión de sus planes de inversión. Por otra parte, la sensibilidad del gasto y de las decisiones de contratación de las empresas no financieras a cambios no anticipados en variables que influyen sobre su capacidad para atender a los pagos de la deuda es mayor que en ciclos anteriores, dado el grado de endeudamiento alcanzado.

#### 5.4. Las Administraciones Públicas

Entre julio y septiembre de 2003 el saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP fue positivo y, en términos acumulados de doce meses, se situó en el 0,1% del PIB, ligeramente por debajo del correspondiente al trimestre anterior (véase gráfico 29).

La emisión neta de valores negociables por parte de las AAPP durante ese trimestre fue negativa, lo que resultó de un volumen de fondos captados con valores a corto plazo (102 millones de euros) inferior a la amortización neta de obligaciones (6,1 mm de euros). Esta reducción de pasivos se compensó parcialmente con una contracción del saldo de sus depósitos no transferibles. En términos acumulados de doce meses, la emisión neta de valores negociables se situó, no obstante, en el 0,8% del PIB. Por instrumentos, el sector siguió recurriendo en una proporción mayor a los valores a largo plazo (0,5% del PIB), aunque en menor medida que en los trimestres anteriores.

Los avances del cuarto trimestre de 2003 apuntan hacia un recorte de la emisión neta de

valores tanto a corto como a largo plazo y a un aumento del saldo de los depósitos del sector, en términos acumulados de cuatro trimestres. Como resultado de todo ello, las *necesidades financieras*, que recogen la apelación de las AAPP a los mercados financieros y constituyen un indicador adelantado del ahorro del sector, se han reducido.

### 5.5. El resto del mundo

El saldo deudor de las operaciones financieras de la nación aumentó entre julio y septiembre de 2003 y se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 2,4% del PIB, cuatro décimas por encima de lo observado en el trimestre previo. Este deterioro fue el resultado de la reducción del saldo acreedor de las Administraciones Públicas y de las mayores necesidades de financiación del sector de sociedades no financieras, ya que el ahorro financiero del resto de sectores institucionales no experimentó cambios significativos. Los flujos de activos y pasivos, en términos acumulados de cuatro trimestres, se recuperaron parcialmente, tras la caída observada entre abril y junio.

La adquisición neta de activos exteriores ascendió hasta el 13% del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 12,1% del trimestre previo (véase cuadro 7). Por instrumentos, la evolución fue desigual. Así, los flujos positivos de efectivo y depósitos y de cré-

ditos se redujeron, mientras que los materializados en valores mobiliarios, tanto de renta fija como de renta variable, experimentaron una recuperación. Según la información provisional de Balanza de Pagos hasta octubre, la inversión en el exterior de carácter permanente, inversión directa, se contrajo en más de un 70% respecto al mismo período del año anterior, mientras que la inversión en cartera en el exterior se aceleró con respecto a 2002.

Por el lado de los pasivos, los flujos netos se situaron, en términos acumulados de doce meses, en el 15,4% del PIB, frente al 14,1% del trimestre anterior. Este aumento resultó del avance de peso los depósitos, que superó el descenso que mostró el de la financiación en el exterior con valores mobiliarios. El resto de rúbricas no experimentó variaciones significativas. De acuerdo con la Balanza de Pagos, la inversión directa del exterior en España se redujo casi un 30% durante los diez primeros meses de 2003 en relación con el mismo período del año anterior.

Finalmente, de acuerdo con la información provisional disponible, la posición deudora de la economía española frente al exterior se situó, en el tercer trimestre de 2003, en el 26% del PIB, lo que supone un deterioro de 1,4 puntos porcentuales frente a la situación de diciembre de 2002 (véase cuadro 8).

26.1.2004.